

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

FACULTAD DE ECONOMÍA



Inversión de Portafolio y Crisis Financiera de 1994: El Caso de México.

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE

LICENCIADO EN ECONOMÍA

P R E S E N T A :

Fernando González Dimas

Directora de Tesis

Dra. Eugenia Correa Vázquez

México **Noviembre de 2002.**

Dedico esta tesis a mis Padres:

María y Saturnino †. Gracias mis queridos padres que con tanto cariño y esfuerzo siempre me brindaron toda su comprensión y apoyo durante este amplio trayecto. Gracias por ayudarme a levantar cuando en tantas ocasiones estuve a punto de caer. Gracias por siempre regalarme una palabra de aliento lo cual me imprimió ánimo de seguir adelante. Gracias por indicarme como edificar un futuro y mostrarme que la vida se construye día a día, pero sobre todo, gracias por darme su amor. Este es un justo tributo a ustedes por creer en mi, de verdad, gracias.

A mis Hermanos: Mario, Lorenzo, Victoria, Ana, Martha, Rodolfo, Ricardo y Roberto. Gracias por haberme apoyado en cada etapa de la carrera, sin lo cual hubiera sido muy difícil terminar esta misión tan importante en mi vida. Gracias por haber contribuido a mi formación, pues cada uno de ustedes ha colaborado siempre con sus comentarios y recomendaciones para poder salvar los obstáculos del camino y así lograr este objetivo. Gracias por haberme escuchado, pues en momentos críticos siempre supieron como orientarme. Gracias por la paciencia y comprensión que tuvieron hacia mi en este sinuoso camino, pero sobre todo, quiero darles las gracias por ser mis hermanos. Con esta investigación, hemos concretado juntos este objetivo.

A todos aquellos que no mencione también les doy las gracias, pues juntos hemos superado este primer reto.

Con mucho cariño para todos ustedes:

Fernando.

ÍNDICE.......1

INTRODUCCIÓN.......3

CAPÍTULO V.- La Inversión de Portafolio en el Mercado Financiero Mexicano en el Período 1990-1995.

Introducción General.

México experimentó un creciente flujo de capital extranjero, sin precedente, desde inicio de la década de los noventa, mostrándose ante los ojos del mundo como el paraíso de la inversión extranjera de nivel internacional. Pero cómo es que se dio este proceso, cuáles fueron los factores que le dieron origen, cómo y por qué se canalizaron hacia instrumentos específicos, por qué se dio un cambio en la estrategia de los inversionistas y, finalmente, por qué se desencadena la crisis financiera en nuestro país.

En este trabajo planteamos algunos de los factores que dieron origen a este proceso. Se considera que los factores internos que le dieron gran impulso son de diferente índole, pues tienen que ver con procesos que van desde la desregulación del sistema financiero, pasando por una profunda reforma financiera y del mercado de valores hasta terminar con un nuevo marco legal para los intermediarios financieros.

Es evidente que la reforma financiera tenía como objetivo fundamental que nuestro sistema financiero estuviera en condiciones para poder canalizar los crecientes recursos del exterior y, de esta forma, fortalecer un mercado de valores que le proporcionara -al Gobierno Federal- la liquidez necesaria para hacer frente a sus compromisos financieros. De acuerdo al discurso oficial, esta sería la forma en la que nuestro país se integraría a las nuevas circunstancias y así estar en condiciones para hacer frente a la competencia internacional.

También se destaca la importancia que tiene el cambio de política monetaria en Estados Unidos, pues este es el elemento determinante para que los Inversionistas Institucionales -en su afán de buscar elevados rendimientos con un riesgo calculado- realizaran cambios en sus Portafolios de Inversión y de esta forma canalizaran montos crecientes de recursos a nuestro país.

Sin embargo, desde el inicio de 1994 las condiciones para invertir en nuestro país cambiaron de manera importante, en primer lugar, porque Estados Unidos modificó su política monetaria lo cual implicó que la Reserva Federal aumentara las tasas de interés, lo que indujo a los Inversionistas Institucionales a realizar nuevamente cambios en sus Portafolios de Inversión.

En segundo lugar, los acontecimientos políticos que se suscitaron ese mismo año y que están relacionados con el levantamiento del EZLN en Chiapas, así como los asesinatos de Luis Donaldo Colosio y de Francisco Ruiz Massieu, terminaron por minar la confianza que el inversionista extranjero sentía en nuestro país.

Asociado a lo anterior, se encontraba la preocupación que tenían a la hora de convertir sus pesos en dólares, pues para retener la inversión extranjera se decidió emitir TESOBONOS, sin embargo, para hacer frente a los vencimientos de este instrumento el Gobierno Federal no contaba con las suficientes reservas internacionales para poder cumplir con estos compromisos financieros.

Después de presentarse gran turbulencia en los mercados financieros nacionales, el golpe final fue la decisión de ampliar el desliz cambiario, pues en la toma de posesión de Ernesto Zedillo se había dejado claro el compromiso de mantener como ancla al tipo de cambio. Así, al modificarse la política cambiaria, esto fue el detonador para que los inversionistas extranjeros buscaran salir lo antes posible de los mercados financieros nacionales. Esta es la forma en como se inicia la crisis financiera más profunda experimentada por la economía mexicana contemporánea.

El objetivo de esta tesis es analizar algunos factores internos y externos que dieron origen a la crisis financiera mexicana, por ello se da un gran énfasis a los aspectos financiero y bursátil que impulsaron una nueva configuración de los intermediarios financieros nacionales, los cuales canalizaron la creciente Inversión de Portafolio a nuestro país, asimismo, se analiza el papel que tuvieron las agencias calificadoras de riesgo en el auge de los flujos de capital hacia México y su desempeño entorno a los meses de la crisis financiera de 1994.

Así, el primer capítulo tiene por objeto hacer una semblanza de la evolución que ha presentado el sistema financiero mexicano hasta 1988. Se hace hincapié en los factores que provocaron la transición de la banca especializada a la banca múltiple, así como sus repercusiones. De igual manera se comenta el camino por el cual transitó la liberalización de las tasas de interés desde la canalización selectiva de crédito, pasando por el encaje legal y terminar en un coeficiente de liquidez.

Sin embargo, el punto central hace referencia al desarrollo de la infraestructura institucional del mercado de valores mexicano. Asimismo se comenta el proceso de la nacionalización de la banca en 1982, sus efectos y consecuencias, pues fue a partir de este punto, que el gobierno impulsa de manera muy importante un nuevo marco legal, mediante el cual, a través de ciertas figuras jurídicas buscaría proporcionar al mercado de valores un marco normativo para el desarrollo de este sector. Pues finalmente su objetivo siempre fue el desarrollar un mercado de títulos de deuda pública acorde con sus necesidades de financiamiento.

El capítulo segundo tiene por objeto resaltar la importancia que para la administración Salinista tuvo la reforma financiera en nuestro país. La premisa fundamental fue la modernización del sistema financiero mexicano para prepararlo a las nuevas condiciones competitivas que la apertura financiera y la globalización estaban preparando. Para ello el gobierno realizó importantes cambios institucionales y regulatorios así como modificaciones a las estructuras jurídicas de los intermediarios financieros. Esto se expresó en cambios a la Ley de sociedades nacionales de crédito y, cambios a la Ley del mercado de valores.

Estas reformas tenían como propósito fundamental encaminar al sistema financiero nacional hacia el concepto de "Banca Universal", por ello se dio gran impulso al desarrollo de los intermediarios financieros, pues dentro de sus hipótesis se encontraba la idea de que la cobertura de los mercados se realizaría sobre la base de nuevos participantes, los cuales podrían ofrecer toda una gama de servicios financieros -tanto en México como en el extranjero-.

Al llevar acabo estas reformas -de acuerdo a la hipótesis gubernamental- se establecerían las condiciones para cumplir con dos propósitos centrales de esa administración, es decir, impulsar la generación del ahorro interno y atraer un constante flujo de capitales a nuestro país.

Ya que las calificaciones desempeñan un papel cada vez más importante en los mercados internacionales de capitales y dado que éstas son un fenómeno reciente en el mercado Latinoamericano, tanto los emisores que consideran la posibilidad de obtener una calificación y los inversionistas que tienen interés de participar, suelen desconocer

cómo se realiza el proceso de calificación. Este es precisamente el tema de los capítulos tercero y cuarto.

Se trata de alcanzar una explicación muy detallada de los elementos que conforman la base metodológica de cada uno de los ratings (calificaciones) que las empresas calificadoras emiten. Un aspecto a destacar es que los sistemas de calificación de Standard & Poor´s y Moody´s están diseñados para proporcionar un marco preciso y globalmente consistente para evaluar y clasificar riesgo, independientemente de la industria del emisor o del tipo de deuda calificada. Cabe señalar que los comunicados de S&P sobre las calificaciones de México se encuentran en el Anexo 1 cronología de las calificaciones.

Sin embargo, esto no significa que el proceso de calificación sea el mismo, por el contrario, cada una tiene aspectos metodológicos particulares por lo cual suelen llegar a diferentes resultados aún cuando el objeto de calificación sea una misma empresa, sector o país. Este fue el caso de México en 1994 cuando DUFF & PHELPS le dio el grado de inversión a nuestro país mientras que Moody´s y S&P se abstuvieron, todo lo contrario sucede actualmente pues Moody´s ya le proporcionó el grado de inversión y S&P no.

En el capítulo quinto se hace referencia a la Inversión de Portafolio en el mercado financiero mexicano. Se trata de realizar un análisis detallado de los mercados y los instrumentos en los que se posicionaron los inversionistas extranjeros. En este sentido, se hace una referencia teórica de sus preferencias hacia ciertos instrumentos en particular -en una primera etapa los CETES y posteriormente los TESOBONOS- y por qué algunas otras alternativas de inversión no les resultaron atractivas.

Asimismo se comentan diversos factores internos y externos que explican el creciente flujo de capital extranjero hacia México. En el caso de los factores externos encontramos que la drástica caída de las tasas de interés en el Mercado de Dinero de Estados Unidos -específicamente en los depósitos a tres meses que pasó de 10.5% en abril de 1989 a un 3.1% en mayo de 1993- fue el detonante para que los Inversionistas Institucionales reorientarán sus flujos de capital hacia mercados con un alto potencial de rendimiento, entre ellos el nuestro.

Sin embargo, la parte medular de este capítulo se centra en el cambio de percepción del Riesgo País México por parte de los inversionistas extranjeros, pues tras una serie de acontecimientos -el levantamiento del EZLN el primero de enero de 1994 y los asesinatos de Colosio y Ruiz Massieu, así como en cambios en las tasas de interés en Estados Unidos- decidieron cambiar su estrategia de inversión de instrumentos denominados en pesos CETES a otro que les diera protección cambiaria TESOBONOS. Así, su principal preocupación fue el nivel de las reservas internacionales, pues en caso de convertir sus pesos a dólares el Gobierno Federal no tenía la liquidez necesaria para hacer frente a sus compromisos financieros.

Cabe señalar que las agencias calificadoras más grandes de Estados Unidos (Moody´s y Standard & Poor´s) jugaron un papel influyente tanto en la reorientación como en la diversificación de los Inversionistas Institucionales en nuestro país, así como en la recomposición de su portafolios antes y después de la crisis. Incluso hasta nuestros días su participación en la determinación del volumen y opciones de los flujos de capital continúa siendo sustantiva.

Por último, deseo hacer explícito mi agradecimiento a mis profesores de la Facultad de Economía quienes en realidad me convirtieron en economista aún antes de graduarme. También a mis compañeros de estudio y a mis colegas con quienes he compartido los sinsabores de la ignorancia y la satisfacción de la comprensión y del esfuerzo cotidiano por la actualización. Además, agradecer muy especialmente a la Dra. Eugenia Correa quien como mi asesora de tesis mostró gran paciencia y me impulso a continuar. Finalmente, la responsabilidad de este trabajo es sólo mía.

CAPITULO I.- Antecedentes De La Reforma Financiera En México.

1.- De la Banca Especializada a la Banca Múltiple.

En México, el proceso de transformación de un régimen de especialización de servicios a uno de intermediación múltiple, se dio oficialmente en 1978, cuando se autorizó el cambio de banca especializada a banca múltiple.

Anteriormente, las instituciones de crédito (bancos de depósitos, las sociedades financieras y las de crédito hipotecario) estaban dentro de un régimen de banca especializada, con lo que la gama de operaciones que ofrecían, activas y pasivas, eran limitadas, ya que estaban sujetas a la propia naturaleza de los intermediarios.

Sin embargo, a mediados de la década de 1970 las autoridades, respondiendo a las tendencias del mercado, dieron un gran impulso a la fusión de instituciones bancarias y financieras para dar paso a las instituciones de banca múltiple.

La especialización de los servicios tiene como punto de partida la idea de que, dado el grado de complejidad de las operaciones de intermediarios financieros y la atención de nichos específicos, era conveniente que se encontrasen ampliamente diversificados a través de distintos intermediarios.

En México, como en otros países, el desarrollo de los sistemas financieros puso en evidencia la necesidad de tender hacia un concepto de banca más integral, dadas las limitaciones de crecimiento y concentración de riesgos que implicaba la especialización de los servicios, así como las economías de escala que la integración permite[1].

En 1970 la ley reconoció que un grupo bancario podía integrarse por varias instituciones de crédito con diferentes tipos de especialización; en 1974, la ley permitió la fusión en una sola institución de crédito de distintos tipos de bancos, aunque los servicios al público serían prestados por departamentos independientes.

---

[1] Al respecto Guillermo Ortiz comenta que Alemania, Austria, España, Francia e Inglaterra permiten y promueven la universalidad en la prestación de los servicios financieros. En el caso de los tres primeros países, la universalización consiste en que una sola institución puede llevar a cabo la generalidad de los servicios financieros, mientras que en los dos restantes países, prevén en su normatividad que los servicios pueden prestarse a través de diferentes intermediarios especializados pero integrados en un mismo grupo financiero. En los Estados Unidos y Japón, existe una importante especialización de los servicios financieros, aunque tanto en disposiciones específicas como en medidas generales, se observa una tendencia hacia la universalización. Guillermo Ortiz Martínez, "La Reforma Financiera en México", México 1994, Editorial FCE, pp 22.

Este proceso habría de terminar en 1978 cuando la ley autorizó el surgimiento de la banca múltiple. Este proceso consistió, fundamentalmente, en la integración de los servicios que ofrecía la banca especializada (como operaciones de depósito, ahorro, hipotecarias y fiduciarias) en una misma institución. Los bancos múltiples se crearon mediante la fusión de los distintos departamentos especializados que, hasta ese momento, operaban en cada institución.

Lo importante es que la creación de la banca múltiple constituyó un avance hacia la liberalización de la intermediación crediticia. Otro aspecto relevante fue el hecho de desregular al sistema bancario, pues a partir de entonces se dictaron disposiciones más generales hacia la banca múltiple y no disposiciones específicas dirigidas a cada grupo de bancos especializados.

La creación de la banca múltiple propició la homogeneización del encaje legal y de otras disposiciones de carácter regulatorio. Por otro lado, también favoreció la oferta de nuevos productos financieros. Finalmente, el surgimiento de la banca múltiple llevó a que distintas instituciones bancarias buscarán fusionarse entre sí con el fin de aprovechar las ventajas que la nueva figura de la banca múltiple representaba[2]. Lo que condujo en unos cuantos años a la reducción notable en el número de instituciones operando en el país.

---

[2] Gullermo Ortiz Martínez, "La Reforma Financiera en México", México 1994, Editorial FCE, pp. 25.

2.- Liberación de las Tasas de Interés Bancarias.

En la década de los setenta las tasas de interés, tanto activas como pasivas, estaban sujetas a estrictos mecanismos de control, al tiempo que las instituciones financieras -principalmente la banca especializada- eran objeto de reglas rígidas en lo referente a la canalización obligatoria de crédito.

En este sentido, a una gran parte de las actividades se les fijaba una tasa de interés máxima, lo que generaba cierta estabilidad económica y financiera. Mucho de lo que entonces ocurría encontraba su origen en la existencia de la canalización selectiva de crédito y un elevado encaje legal, lo cual a continuación se examina.

En un contexto de déficit fiscal el gobierno generalmente recurría al financiamiento obligatorio proveniente de las instituciones de crédito, asimismo, en las actividades de promoción industrial, el gobierno recurría a lo que se denomina Canalización Selectiva de Crédito[3]. Sin embargo, se llegó a considerar que la existencia de renglones obligatorios provocaba graves distorsiones en el sistema, al otorgar financiamiento barato a los sectores privilegiados y al encarecer -como contrapartida- el crédito destinado a los sectores no privilegiados.

Lo anterior puede ser particularmente cierto si los sectores considerados como prioritarios son muy numerosos y si los créditos preferenciales se otorgan a tasas de interés sustancialmente inferiores al costo de captación. En realidad, los costos del financiamiento preferencial eran fácilmente controlados y de bajo impacto debido al techo en las tasas de interés.

A principios de la década de los setenta justamente en la consolidación bancaria, el régimen de cajones obligatorios se fue simplificando. Sólo algunos sectores prioritarios seguían siendo favorecidos por la canalización de financiamientos en condiciones preferenciales. El gobierno, sin embargo, se encontraba aún entre los sectores favorecidos, en virtud de los fuertes desequilibrios que presentaban las finanzas públicas.

---

[3] La canalización selectiva de crédito es un instrumento monetario cuyo objetivo es fomentar o disminuir ciertos tipos de préstamos e inversiones del sistema bancario, de acuerdo a objetivos de política financiera. A través de la canalización selectiva se busca orientar el financiamiento hacia aquellas actividades productivas consideradas como prioritarias. Guillermo Ortiz Martínez, "La Reforma Financiera en México", México 1994, Editorial FCE, pp. 46.

El proceso de corrección de las finanzas públicas observado a partir de 1983, fue el punto de partida para preparar un sistema de intermediación que fuera más efectivo. En efecto, la corrección del déficit fiscal fue un factor clave para que en 1989 se eliminaran por completo las pocas reglas de canalización obligatoria de crédito que hasta entonces todavía existían. Así, se eliminaron los cajones obligatorios y se estableció que en aquellos casos en que se otorgara financiamiento en condiciones preferenciales, éste debería de concederse a través de los bancos y fideicomisos de fomento[4].

Asimismo, la eliminación de la canalización selectiva del crédito se pudo efectuar en virtud de la existencia -para ese entonces- de un mercado de valores gubernamentales más o menos desarrollado. Sólo así, el esquema de financiamiento interno del gobierno federal fue susceptible de modificarse, es decir, los requerimientos financieros del sector público fueron siendo crecientemente cubiertos a través de las operaciones del mercado abierto (colocación de valores gubernamentales).

De esta forma, la nueva política de financiamiento trajo como consecuencia la necesidad de mejorar y diversificar los instrumentos de captación utilizados por el sector público, lo que a su vez permitió diseñar una política monetaria más acorde con las recomendaciones del Fondo Monetario Internacional.

Por otra parte, el encaje legal es un instrumento de política monetaria cuyo propósito es el aumentar o restringir el circulante y el crédito. El encaje legal consiste fundamentalmente en el porcentaje de la captación bancaria que el Banco de México determina que debe quedar depositada obligatoriamente en el propio instituto, con causa de intereses[5] en el caso de México.

La utilización de este instrumento en México se remonta a 1924, a partir de esa fecha y hasta 1936, el encaje legal tuvo como propósito principal la protección de los depósitos efectuados por el público ahorrador en las instituciones crediticias. En 1941 se modificó estructuralmente el régimen del encaje legal, cambio que tuvo por objeto que el banco central controlara el circulante a través de limitar la base del crédito que podían otorgar los bancos.

---

[4] Guillermo Ortiz Martínez, , "La Reforma Financiera en México", México 1994, Editorial FCE, pp. 47.

[5] Guillermo Ortiz Martínez, , pp. 49.

Otro cambio estructural importante al régimen del encaje legal ocurrió en 1947, cuando se determinó que las instituciones crediticias debían canalizar un porcentaje de captación hacia la inversión en valores, esta modalidad habría de prevalecer hasta su eliminación en 1989.

En términos generales la distribución del encaje legal a lo largo de su existencia fue la siguiente: una determinada cantidad mínima en efectivo depositada en el banco central (que genera intereses), otra parte en valores y el resto a la libre decisión de cada institución[6].

Para 1988 se experimenta el surgimiento y expansión de los denominados mercados informales de crédito. En octubre de ese año se dio un primer paso para frenar la expansión de dichos mercados, cuando se estableció que el pasivo derivado de las aceptaciones y avales bancarios no quedaría sujeto a las reglas de canalización obligatoria vigentes para la captación bancaria tradicional, sino que debería quedar correspondido en no menos de 30% en CETES, BONDES y/o depósitos en efectivo a la vista con interés en el Banco de México y, que el resto (70%) podía invertirse libremente en créditos y otros activos.

En 1989 el régimen del encaje legal fue sustituido por un coeficiente de liquidez del 30%. El coeficiente obligaba a las instituciones de crédito a mantener una reserva de liquidez de por lo menos 30% de su captación, el restante 70% podía canalizarse al otorgamiento de créditos, a la inversión en valores gubernamentales y/o efectivo en caja y/o depósitos a la vista en el Banco de México, o en otros instrumento bancarios[7].

Sin embargo, para septiembre de 1991 las reglas fueron cambiadas radicalmente con el fin de profundizar la desregulación del sistema bancario, dotar de mayor transparencia a la intermediación bancaria y facilitar la entrada de capital extranjero al sector. Entre las reformas al sistema financiero destaca la eliminación del coeficiente de liquidez.

La eliminación del coeficiente de liquidez fue posible debido a dos factores. Por

---

[6] Guillermo Ortiz Martínez, "La Reforma Financiera en México", México 1994, Editorial FCE, pp. 51.

[7] Guillermo Ortiz Martínez, Op. Cit., pp. 53.

un lado, la evolución favorable de las finanzas públicas, permitió que el gobierno federal ya no tuviera que recurrir al financiamiento obligatorio de la banca múltiple y, por el otro, la amplitud del mercado de dinero permitía a los bancos obtener con rapidez los recursos necesarios para hacer frente a sus obligaciones de manera oportuna[8].

Cabe mencionar que la eliminación del coeficiente no significaba, de ninguna manera, el relajamiento en la política monetaria, toda vez que ese coeficiente no funcionaba como encaje. Así pues, la eliminación del coeficiente obligatorio, no deja de lado la posibilidad de que los bancos mantengan un coeficiente de liquidez voluntario, ya que éste responde a la prudencia con que deben manejarse las instituciones de crédito.

3.- Reestructuración Institucional del Sistema Financiero Mexicano.

Desde la década de los setenta, el sistema bancario mexicano ha experimentado un proceso de concentración paulatina de los recursos en un número cada vez menor de instituciones. Este proceso tuvo su mayor impulso en 1976, cuando se autorizó a los bancos para que se integrarán en instituciones de banca múltiple. A su vez, la nacionalización propició una mayor y más rápida concentración en el sistema financiero.

De esta forma, la nacionalización de la banca modificó la estructura del sistema bancario en cuanto al número y la escala de las instituciones. En 1982 operaban 60 instituciones, de las cuales 34 eran múltiples, 11 eran bancos de depósito, nueve sociedades financieras, cinco de capitalización y una hipotecaria. Un número importante eran bancos pequeños, en condiciones de atraso relativo, altos costos de operación y sin acceso a economías de escala. Sólo nueve de las instituciones concentraban 85% de los recursos captados, en tanto que el restante 15% se dividía en los otros 51 bancos.

En este contexto, ya nacionalizada la banca y en la expectativa de lento crecimiento económico el Gobierno Federal impulsó un proceso de fusiones de bancos pequeños con otros mayores. En la primera etapa, llevada a cabo en 1983, se liquidaron 11 bancos y se fusionaron 20, con lo que quedaron 29 instituciones. En la segunda fase, concluida en 1985, se fusionaron 10 bancos más. Finalmente, en 1988 se llevo a cabo una

---

[8] Una descripción detallada se encuentra en Timothy Heyman, "Inversión contra Inflación", México 1988, tercera edición , Editorial Milenio, capítulo I.

última fusión, que dejó 18 sociedades nacionales de crédito, que se clasificaron en nacionales, multirregionales y regionales, de acuerdo con su cobertura geográfica y el tamaño de sus activos[9].

Como ya se comentó, en la segunda mitad de los setenta se efectuó el proceso de conversión en instituciones de banca múltiple de los bancos especializados, que se habían organizado o fundado en los términos de la ley bancaria de 1941. Al empezar a operar los bancos como instituciones de banca múltiple, también iniciaron un proceso de integración con otros intermediarios, tales como casas de bolsa, arrendadoras financieras, sociedades de inversión, instituciones de seguros o de fianzas.

Este proceso se ve modificado sensiblemente a raíz de la nacionalización de la banca, dado que se prohibe la asociación patrimonial y operativa de bancos con casas de bolsa y compañías de seguros y fianzas. Es hasta 1990 cuando a través de una regulación específica se permitirá la creación de grupos financieros formalmente hablando.

En el terreno jurídico se renovó totalmente la legislación financiera al promulgarse, en enero de 1985, una nueva ley reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito, que transformó a las sociedades anónimas en sociedades nacionales de crédito y desvinculó a la banca de los intermediarios financieros no bancarios y organizaciones auxiliares de crédito con el propósito de estimular el desarrollo de éstos y obtener un mayor equilibrio operativo y estructural del sistema financiero.

El paquete financiero incluyó otras 11 leyes, entre las que destacan la Orgánica del Banco de México, General de Organizaciones y Actividades Auxiliares de Crédito, y de Sociedades de Inversión. Asimismo, se introdujeron profundas modificaciones a las leyes del Mercado de Valores, General de Instituciones de Seguros y Federal de Instituciones de Fianzas.

Entre los cambios destaca la reestructuración de los términos de financiamiento directo que el Banco de México puede otorgar al Gobierno Federal, delimitándose su monto máximo mediante la cantidad que anualmente fija la Junta de Gobierno del Banco para cada ejercicio fiscal. Al establecerse este límite, el encaje legal funciona más como

---

[9] Banco Nacional de Comercio Exterior, "La banca mexicana en transición. Retos y perspectivas", suplemento del vol. 41, No. 2, México, Febrero de 1991, pp. 19.

instrumento de captación de recursos del Gobierno Federal mediante crédito del banco central que proporcionan una renta estable a los bancos, así su propósito sería la regulación monetaria[10].

Es particularmente importante mencionar que la existencia de un amplio mercado de valores, sobre todo de deuda pública, fue un requisito indispensable para la desregulación operativa de la banca, iniciada en 1988, en virtud de que si no existía un mercado de valores desarrollado, el financiamiento para el sector público tendría que provenir necesariamente de la banca, estableciéndose para tales efectos renglones de crédito obligatorio y sistemas de encaje legal.

Así, un requisito indispensable para la liberación fue contar con un marco regulatorio apropiado para el desarrollo de dicho mercado de valores, desde luego, otro requisito indispensable fue el saneamiento de las finanzas públicas, ya que si los requerimientos financieros del gobierno son muy amplios en relación con el mercado, las operaciones gubernamentales tienden a presionarlo, generándose con ello una gran inestabilidad en las tasas de interés[11], como llega suceder al finalizar los años noventa.

Así, en 1975 se expidió la primera Ley del Mercado de Valores, misma que permitió nuevas formas de captación y financiamiento (en buena medida similares a las que efectuaba la banca).

La ley introdujo dos cambios estructurales de suma importancia para el sistema financiero mexicano. Uno fue la institucionalización de las Casas de Bolsa, ya que los intermediarios del sistema bursátil tuvieron fuertes incentivos para convertirse de personas físicas a personas morales, es decir, sociedades anónimas. El otro fue la reestructuración de la reglamentación del sistema bursátil (la Bolsa, las casas de bolsa, las emisoras) dando una posición central a la Comisión Nacional de Valores como impulsor del mercado de valores y órgano de vigilancia[12].

Bajo esta óptica, este ordenamiento estableció que las bolsas de valores tendrían

---

[10] Banco Nacional de Comercio Exterior, , "La banca mexicana en transición. Retos y perspectivas" , suplemento del vol. 41, No. 2, México, Febrero de 1991 , pp. 18-19.

[11] Guillermo Ortiz Martínez, "La Reforma Financiera en México", México 1994, Editorial FCE, pp. 25.

[12] Timothy Heyman, "Inversión contra Inflación ", México 1988, tercera edición, Editorial Milenio, pp. 11.

una configuración independiente del sistema bancario y ya no como organizaciones auxiliares de crédito; así como que los agentes de valores deberían de constituirse como sociedades mercantiles bajo el nombre de "Casas de Bolsa".

En 1978 habría de crearse el Instituto para el Deposito de Valores (INDEVAL) y se emitirían los primeros Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES), hecho especialmente relevante.

Con la entrada en vigor de la citada ley, se creó la base a partir de la cual se desarrolla la infraestructura institucional del mercado de valores, pues antes de su expedición no existía la figura jurídica de las casas de bolsa, por lo que la intermediación de valores la llevaban a cabo personas físicas que prácticamente no estaban sujetas a ninguna regulación formal; del mismo modo, las obligaciones por parte de las emisoras eran poco precisas, lo que generaba incertidumbre en el mercado.

Asimismo, a través de la ley se actualizó la estructura del mercado bursátil. Se fijaron para ello capitales mínimos para las casas de bolsa y sus operaciones quedaron sujetas a una regulación formal, creándose las condiciones necesarias para el acreditamiento y expansión de dichos intermediarios.

De igual manera, la Ley del Mercado de Valores redefinió las facultades de supervisión y vigilancia de la Comisión Nacional de Valores, dando a esta última un mejor estatuto jurídico. Consecuentemente, se logró mejorar la protección del gran público inversionista, mediante la adecuada capitalización y supervisión de las casas de bolsa. De esta forma, esta ley constituyó un pilar fundamental para la creación de un mercado de dinero y, aunque más lentamente, un mercado de capitales en México[13].

Una vez que quedó conformado el marco legal que regularía a los distintos intermediarios y operaciones del mercado de valores, la emisión y puesta en circulación de los CETES vino a ser la piedra angular para la creación de un mercado de títulos públicos. El objetivo fundamental de la creación de los CETES fue proporcionar una fuente de financiamiento al Gobierno Federal a través de su colocación entre los

[13] Guillermo Ortiz Martínez, "La Reforma Financiera en México", México 1994, Editorial FCE, pp. 26.

inversionistas, mediante operaciones de subastas[14].

En un inicio (1978) los CETES eran colocados a través de subastas en las cuales el emisor determinaba la tasa, mientras que el mercado determinaba la cantidad de títulos que a esa tasa, desearían adquirir y, por lo tanto, serían puestos en circulación. Este tipo de subastas permitían el control directo de las tasas de interés, al tiempo que desarrollaba de manera ordenada el mercado de dinero. No obstante, este sistema de subasta era bastante sensible a las señales del mercado.

En efecto, si las tasas de interés ofrecidas en la subasta no eran congruentes con las condiciones que prevalecían en los mercados, las colocaciones de papel gubernamental podían ser excesivas o insuficientes si la tasa era muy baja o muy alta, respectivamente.

Posteriormente, en 1982, se cambió el sistema de subasta de los CETES, esto es, las subastas pasaron a hacerse sobre la base de que el emisor determinaría el monto de los valores que serían colocados, mientras que el mercado fijaría las tasas. Para el año de 1989, la mecánica de colocación de los CETES sufrió un nuevo cambio al adoptarse las subastas tipo " Holandés ", en las que el monto de títulos que fija el emisor se coloca al mismo precio[15].

El éxito obtenido por el nacimiento de los mencionados títulos fue relativamente rápida y su preponderancia se aprecia al considerar que la tasa de rendimiento observada para estos valores, desde entonces, se considera como tasa representativa de Mercado de Dinero.

La creciente profundidad alcanzada en el mercado de los CETES ocasionó que el Gobierno Federal creara otros instrumentos de deuda, que atendieran las necesidades

[14] Los CETES, basados en los Treasury Bills de los Estados Unidos, hicieron su aparición en enero de 1978. En un principio, hubo poca aceptación por falta de entendimiento por parte de los inversionistas. Incluso durante mucho tiempo se dió un mayor rendimiento al inversionista en CETES que al inversionista en un instrumento bancario de plazo similar, el depósito a tres meses, a pesar de la ventaja de liquidez que daba el CETE. Pero, por un lado, el gobierno empezó a apreciar cada vez más las cualidades de este instrumento como medida de captación de recursos y control de circulante, y, por el otro, los inversionistas llegaron a entender sus características de rendimiento y liquidez, con lo cual se inicio el fuerte crecimiento del Mercado de Dinero. Timothy Heyman, "Inversión contra Inflación ", México 1988, tercera edición, Editorial Milenio, pp. 16.

[15] Guillermo Ortiz Martínez, "La Reforma Financiera en México", México 1994, Editorial FCE, pp. 26-27.

específicas de diferentes grupos de inversionistas. De esta manera, en complemento a instrumentos de tasa fija (CETES), se crearon posteriormente instrumentos que ofrecían rendimientos a tasas variables (BONDES); instrumentos que ofrecían rendimientos reales fijos (AJUSTABONOS); e instrumentos a tasa fija denominados en dólares (TESOBONOS).

El desarrollo del mercado de títulos de deuda pública, además de constituir una fuente de financiamiento del gobierno, jugó un papel relevante en la desregulación del sistema financiero y del bancario en particular.

Es así que al existir un mercado de valores gubernamentales, las necesidades de financiamiento del gobierno se satisfacen a través de las operaciones de la colocación de valores gubernamentales, liberando con ello una gran cantidad de recursos que pueden ser colocados por las instituciones a las tasas y plazos que los propios bancos determinen[16].

Así, años antes de la reforma financiera emprendida en 1982, la liberalización y apertura financiera había venido avanzando en al país. En primer lugar, con la introducción de la reorganización financiera a través de la consolidación con la legislación que permitió la banca múltiple.

Posteriormente con la introducción de los CETES que muy pronto se convirtieron en el instrumento privilegiado de financiamiento público y también en un referente básico para las tasas de interés.

En realidad, la crisis de deuda externa de 1982 interrumpió dicho proceso de apertura y liberalización financiera, que se reanuda cuando se tiene en la perspectiva abrir el sector a los bancos extranjeros en la negociación del TLC y se decide avanzar hacia la privatización bancaria.

[16] Guillermo Ortiz Martínez, "La Reforma Financiera en México", México 1994, Editorial FCE, pp. 29.

CAPÍTULO II.- La Reforma Financiera en México.

1.- Introducción.

Un objetivo fundamental del gobierno del ex presidente Carlos Salinas de Gortari fue lograr la modernización y el cambio estructural como una premisa básica para enfrentar un mundo cada vez más competitivo y cambiante, y preparar al sistema financiero nacional a la apertura financiera del TLC.

Para lograr estos objetivos se instrumentaron tres líneas básicas de acción: la estabilización continua de la economía, la ampliación de la disponibilidad de recursos para la inversión productiva y la modernización económica, así como una mayor participación de México en las corrientes internacionales de bienes y servicios. Algunas de las estrategias de política económica adoptadas son: la renegociación de la deuda pública externa, la apertura comercial y, la modificación del sistema financiero y del régimen de la propiedad de la banca.

Así, la reforma del Estado emprendida por dicha administración tuvo como propósito fundamental que el Estado fuera más eficiente y menos propietario. Para lograrlo, se estableció -entre otras medidas- una política de financiamiento del desarrollo que permitiese recuperar el crecimiento estable y sostenido.

Esta política se orientó, principalmente, a incrementar la generación y captación del ahorro interno, tanto público como privado, ya que sólo así se tendrían los recursos suficientes para ser canalizados hacia la inversión productiva[1]. De esta manera, los recursos provenientes del exterior -de acuerdo al discurso oficial- serían tan sólo un complemento del ahorro generado al interior de nuestra economía.

Paralelamente, en el ámbito exterior, también han ocurrido una serie de transformaciones -como la globalización financiera y la recomposición política de Europa- que provocaron que la economía mexicana y, por lo tanto, el sector financiero buscarán adecuarse a las circunstancias de la economía internacional.

De esta manera, se volvió imprescindible para los agentes del sector la modernización del sistema financiero mexicano, en virtud del papel central que dicho

[1] Banco Nacional de Comercio Exterior, "La banca mexicana en transición. Retos y perspectivas", suplemento del vol. 41, No. 2, México, Febrero de 1991, pp. 29.

sector juega en la movilización de los recursos y su consecuente canalización hacia los sectores prioritarios para el desarrollo nacional[2].

En este sentido, la búsqueda de un sistema financiero más eficaz ha llevado a establecer una serie de cambios institucionales y regulatorios hacia el interior del sistema, así como a la modificación de las estructuras jurídicas y administrativas de los distintos intermediarios financieros.

Entre estos cambios, destacan el restablecimiento del régimen mixto de la propiedad mayoritaria y la prestación del servicio de banca y crédito, ya que al permitirse la participación de los particulares en la propiedad y manejo de la banca, se buscaba un mayor flujo de recursos hacia la capitalización del sector.

En este sentido, la modernización financiera tenía como objetivos una mejor cobertura de mercados sobre la base de nuevos participantes, apertura gradual y el desarrollo óptimo de la capacidad técnico-operativa de los distintos intermediarios financieros. Esto convertiría al sistema -de acuerdo a la hipótesis gubernamental- en un instrumento justo y abierto, que fomentaría e incrementaría el ahorro de los mexicanos, lo que aumentaría su calidad de vida[3]. Como los hechos de 1994 comprueban, todo ello condujo a la crisis financiera.

En términos generales se puede observar que el proceso de modernización del sistema financiero se inscribía, hacia el interior, en una estrategia de cambio estructural que tiene por objeto la recuperación del crecimiento económico con estabilidad de precios. En lo externo, se justifica como una clara tendencia hacia la globalización de la economía mundial y una dinámica evolución de los mercados financieros internacionales, de la cual México no podía estar aislado[4].

---

[2] Para entender este marco conceptual referirse a José Córdoba Montoya, "Los Retos del Mercado de Valores en los años Noventas", Mimeo, México 1990, pp. 5-6.

[3] Al respecto Pedro Aspe dice que una exitosa reforma financiera tiene que ser vista como un paquete de medidas que no comienza ni termina con la fijación o la liberación de las tasas de interés, sino que debe incluir medidas para respaldar la creación de nuevos instrumentos financieros y redefinir el papel de los bancos de desarrollo y comerciales. Pedro Aspe Armella, "El Camino Mexicano de la Transformación Económica", México 1993, Editorial Fondo de Cultura Económica, pp. 65.

[4] Para una explicación detallada referirse a José Córdoba Montoya, Op. Cit., pp. 1-3.

2.- Características de la Desregulación Bancaria y la Reforma Financiera.

La desregulación bancaria se inició a mediados del régimen anterior y se aceleró a finales de 1988, cuando se autorizó a la banca para que captara recursos mediante la libre emisión de aceptaciones. En 1989 las autoridades dispusieron eliminar el encaje legal para sustituirlo por un coeficiente de liquidez del 30%, con lo que se devuelven a la banca recursos previamente congelados por aquel mecanismo.

También se eliminaron los cajones selectivos del crédito, se liberó la fijación de las tasas de interés pasivas y se reformó la Ley Reglamentaria del Servicio Público de Banca y Crédito, lo cual significó una mayor autonomía de gestión de los bancos comerciales y posibilitó la constitución de grupos financieros.

Para el discurso oficial, las medidas de desregulación bancaria fueron posibles debido a dos factores fundamentales: A) el avance a partir de 1988 de la estabilidad macroeconómica; B) la evolución institucional del sector financiero, expresada en la consolidación de la banca múltiple y el desarrollo del mercado de valores gubernamentales -que permite instrumentar una política monetaria de mercado abierto-, así como el saneamiento de la finanzas públicas lo que, a su vez, hizo posible eliminar el financiamiento obligatorio de la banca[5].

En esta perspectiva, se distinguen dos fases en el proceso de reforma financiera. En la primera, ocurrida en 1989, se completó el proceso de desregulación bancaria y se emitieron nuevas reglas de operación de los intermediarios financieros no bancarios. En la segunda, que tuvo lugar en 1990, se instauró un nuevo régimen de propiedad de la banca comercial. Se promulgaron las nuevas leyes de Banca y Crédito, y de Agrupaciones Financieras. Por otra parte, se introdujeron diversas reformas a la Ley del Mercado de Valores.

Así, la tendencia clara de este proceso es la evolución hacia un modelo de banca universal bajo la figura de los grupos financieros.

Bajo esta óptica cabe destacar que, la reforma financiera implica, en esencia, el tránsito de un marco regulatorio restrictivo a un sistema mucho más apegado a las reglas

---

[5] Banco Nacional de Comercio Exterior, "La banca mexicana en transición. Retos y perspectivas", suplemento del vol. 41, No. 2, México, Febrero de 1991, pp. 30.

del mercado, que encuentra su complemento indispensable en el fortalecimiento de la supervisión y vigilancia de las autoridades.

De esta manera, la reforma financiera encontró su expresión más amplia en el restablecimiento del régimen de propiedad mixta en el servicio de banca y crédito. Sin enbargo, la nueva legislación, orientada en este sentido, no permitió las inversiones necesarias que provinieran de inversionistas particulares para modernizar el sistema bancario. Ni fortalecer su competitividad internacional.

Más aún, la venta de la participación estatal en la banca comercial liberó recursos, que posteriormente frente a la necesidad del rescate no significaron nada, pues fueron unos 12 mil millones de dólares.

La privatización no hizo posible reasignar funciones de modo más eficiente entre los sectores público y privado, ni tampoco permitió que se acrecentara la disponibilidad de recursos totales para financiar el desarrollo, lo que a su vez no indujo a reducciones en las tasas de interés internas y, consecuentemente, no alentó la inversión productiva.

Ahora bien, la nueva legislación bancaria y de agrupaciones financieras han tenido como marco de referencia las tendencias del sistema financiero internacional hacia la banca universal y la apertura de los servicios financieros[6].

Así, el movimiento hacia ésta apunta hacia el ofrecimiento de todos los servicios (banca comercial, de inversión y otros) ya sea en instituciones únicas o en grupos financieros con intermediarios separados. En el caso de México, se eligió la segunda opción, entre cuyas características pueden citarse las siguientes:

- Mejor atención a cada mercado natural.
- Desarrollo equilibrado de mercados e instituciones.
- Transparencia de precios y operaciones.
- Economías de escala (una sola oficina podrá ofrecer todos los servicios).

---

[6] Al respecto Córdoba argumenta que el programa del gobierno se propuso: construir una economía eficiente y estable, vinculada a los centros de la dinámica mundial, que ofreciera oportunidades de empleo y bienestar; generar nuevos consensos políticos para garantizar las libertades y ampliar la democracia; y moderar las desigualdades sociales atendiendo, particularmente, a los más necesitados. Todo ello para mantener la soberanía del país frente a sus nuevos retos. José Cordoba Montoya, " Los Retos del Mercado de Valores en los años Noventas", Mimeo, México 1990, pp. 3.

- Prevención de propagaciones de malos resultados.
- Supervisión especializada y mayor protección de los intereses del público.

Al mismo tiempo, la nueva legislación buscaba prevenir la concentración del riesgo y la aparición de canales privilegiados del crédito, defectos asociados a los modelos que permiten una estrecha relación entre banca y grupos industriales. También pretendía exigir calidad moral en el manejo de las instituciones y fortalece a las autoridades regulatorias, al conceder a las comisiones nacionales de vigilancia la facultad de imponer sanciones[7].

Todos estos cambios buscaban erradicar vicios del pasado e integrar un sistema financiero moderno , capaz de enfrentar con éxito la apertura gradual de los servicios financieros a la competencia externa.

Es así que en este contexto de la reforma del Estado, debe entenderse que la modernización financiera se decía podía cumplir con dos objetivos básicos. En primer término, el sistema financiero mexicano, cualquiera que sean sus modalidades, instrumentos e instituciones, debe acrecentar la generación del ahorro nacional, lo que significa ampliar el monto de los recursos disponibles en cantidad suficiente y canalizarlos de manera eficaz y oportuna hacia aquellas actividades productivas más dinámicas, que permitan alcanzar los niveles de crecimiento deseados.

En segundo lugar, el sistema financiero debe ser amplio, diversificado y, sobre todo, moderno; de forma tal que sea capaz de apoyar y promover la productividad y competitividad de la economía nacional, para que su inserción a la economía internacional sea de manera gradual y programada y no impuesta por las circunstancias externas.

Para el logro de los objetivos señalados, se diseñaron una serie de medidas[8] tendientes a:

- Promover la complementariedad de las instituciones bancarias con el resto de los

[7] Banco Nacional de Comercio Exterior, "La banca mexicana en transición. Retos y perspectivas", suplemento del vol. 41, No. 2, México, Febrero de 1991, pp. 32.

[8] Poder Ejecutivo Federal, " Plan Nacional de Desarrollo 1989-1994 ", México 1989, pp. 67.

intermediarios financieros, con el fin de evitar duplicidad de funciones, aprovechar economías de escala y, de esta forma, aumentar la eficiencia del sistema en su conjunto.

- Dotar de crédito a las áreas consideradas como prioritarias y estratégicas con los recursos provenientes de los bancos y fideicomisos de fomento, cuidando que esa canalización sea de manera oportuna y eficiente.
- Reformar la Ley del Mercado de Valores, con el propósito de dotar a los intermediarios bursátiles de la flexibilidad necesaria para adaptarse a las condiciones del mercado.
- Reforzar las funciones de inspección y vigilancia que las autoridades ejercen sobre los intermediarios financieros y, en particular, de los bursátiles, con el objeto de evitar prácticas nocivas que lesionen los intereses del gran público inversionista.
- Lograr la consolidación de un mercado de capitales que apoye cada vez en mayor medida los requerimientos financieros de inversión; que propicie un mercado de obligaciones gubernamentales más concurrido y que, en general, responda a las nuevas condiciones económicas del país.

De esta forma, en 1989 se realizaron una serie de reformas tendientes a modernizar el sistema financiero mexicano. Estas medidas abarcaron cambios institucionales y regulatorios a nivel sistema, así como la modificación de las estructuras jurídicas y administrativas de los distintos intermediarios, las cuales responden a la creciente integración de los mercados financieros y de la economía internacional, pero sobre todo, a las nuevas condiciones políticas, económicas y sociales de México[9].

[9] Poder Ejecutivo Federal, " Plan Nacional de Desarrollo 1989-1994 ", México 1989, pp. 68.

3.- Cambios Jurídicos de 1990.

En la concepción del gobierno de Carlos Salinas de Gortari para impulsar la modernización financiera como parte de la reforma del Estado fue necesario, en primera instancia, llevar a cabo una reforma constitucional que suprimiera la exclusividad del Gobierno Federal en la prestación del servicio de banca y crédito, y por ende, diera acceso a los particulares a la actividad bancaria.

El punto principal era que, con la participación de los particulares, no sería necesario canalizar fondos públicos adicionales para la inevitable capitalización y modernización de las instituciones bancarias, aunque ello no sucedió, ciertamente se precipitó la crisis bancaria.

Se concebía que ahora el Estado ejercería su rectoría económica en el ámbito financiero a través del fortalecimiento de sus funciones de normatividad, regulación y supervisión, sin perjuicio de contar con otras instituciones, también fortalecidas, encargadas del crédito para el fomento del desarrollo económico.

En este sentido, la Ley de Instituciones de Crédito de julio de 1990 contemplaba que, la integración del capital social de las instituciones de banca múltiple debía perseguir dos objetivos básicos: el primero, asegurar que los mexicanos mantengan en todo momento el control de los bancos; segundo, que exista una participación diversificada y plural, que impida fenómenos de concentración en la toma de decisiones, en perjuicio tanto de las instituciones como de los usuarios del servicio.

De esta forma, la Ley establecía que el Estado, en su tarea rectora del sistema financiero, promovería que el sistema bancario mexicano oriente sus actividades hacia la productividad y el crecimiento de la economía nacional, fomentando el ahorro en todos los sectores y regiones, y su adecuada canalización a una amplia cobertura regional.

En la Ley de Instituciones de Crédito se limitaba a 5% la participación de cualquier persona física o moral en el capital social de los bancos, salvo que se cuente con la autorización de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, en cuyo caso podría alcanzar el 10%; solamente podrán estar exceptuados de esta limitante el gobierno federal, los inversionistas institucionales, el Fondo Bancario de Protección al Ahorro y las

sociedades controladoras de agrupaciones financieras.

Para ello, el fortalecimiento del capital y la modernización de las instituciones bancarias, deberían de lograr consolidar su posición en el sistema financiero, ampliando su capacidad de respuesta a los ahorradores y al sector público y, adicionalmente, buscaría que los usuarios de crédito se vean sustancialmente beneficiados en la medida en que se amplíen las funciones y se mejore la calidad y oportunidad de los servicios[10].

En cuanto a las operaciones de "Banca Universal", siguiendo la tendencia observada en otros países, la Ley disponía que las instituciones de crédito que no formen parte de una sociedad de las previstas en la Ley Para Regular las Agrupaciones Financieras, podrían invertir en capital social de organizaciones auxiliares de crédito e intermediarios financieros no bancarios, que no sean casas de bolsa, instituciones y sociedades mutualistas de seguros e instituciones de fianzas.

La Ley de Instituciones de Crédito, restablecía que quienes presten el servicio de banca y crédito a través de instituciones de banca múltiple se constituyeran como sociedades anónimas. También se reforzaron las funciones de inspección y vigilancia de la Comisión Nacional Bancaria[11].

En cuanto a las sanciones y delitos, se incrementaron los montos y la magnitud de los castigos, con el fin de inhibir la actitud de las personas que pretendan transgredir la Ley. Otra característica importante de la Ley la constituía la facultad que se otorga a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para expedir las reglas para la calificación de la cartera de créditos, incluyendo la constitución de reservas preventivas.

Ahora bien, recordemos que con las reformas del paquete financiero de 1989 había nacido, por vez primera, el concepto de Grupos Financieros. No obstante, entre éste y el surgido a partir de la Ley había una diferencia fundamental, esto es, con la legislación de 1990 se permitió que las instituciones de banca múltiple formarán parte de alguna agrupación financiera.

Así, se expidió la Ley Para Regular las Agrupaciones Financieras, misma que tenía por objeto establecer las bases de organización y funcionamiento de los grupos

[10] Guillermo Ortiz Martínez, "La Reforma Financiera en México", México 1994, Editorial FCE, pp. 92.

[11] Guillermo Ortiz Martínez, Op. Cit., pp. 94.

financieros, los términos bajo los cuales habrían de operar, así como la protección de intereses de quienes celebren operaciones con los integrantes de dichos grupos. Asimismo, para constituir y operar agrupaciones financieras, era necesario contar con la autorización expresa de la SHCP.

Cabe hacer mención que la nueva legislación contemplaba tres modalidades de agrupaciones: la primera, encabezada por una sociedad controladora; la segunda, por un banco; y, la tercera, por una casa de bolsa.

En el caso de las primeras -manejadas a través de una controladora-, podían participar conjuntamente una casa de bolsa y una institución de crédito. Por su parte, aquellos grupos que no sean encabezados por una sociedad controladora, podían ser manejados por una casa de bolsa o por una institución de banca múltiple. Sin embargo, en este caso no podían formar parte de la misma agrupación un banco o una casa de bolsa, respectivamente[12].

Con el propósito de evitar concentraciones, en un mismo grupo financiero no se permitía participar dos o más intermediarios de una misma clase, quedando exentos de esta limitante las sociedades de inversión así como las instituciones de seguros, siempre y cuando estas tengan sus actividades enfocadas a diferentes ramos. En aquellos grupos en los que existiese una sociedad controladora, ésta debía poseer, por lo menos, 51% de las acciones de los integrantes del grupo.

Asimismo, se tenía previsto que las sociedades controladoras no podrían asumir pasivo alguno, excepto temporalmente en procesos de fusiones o adquisiciones de entidades controladas. El fin de ello era no desvirtuar que su objetivo primordial sea la adquisición y administración de las acciones emitidas por los integrantes del grupo, evitándose también que celebren operaciones que sean propias de algunos de sus integrantes[13].

Se establecía también en esta ley la obligación de que la sociedad controladora y cada una de las empresas dentro del grupo formalizarán un convenio según el cual la

---

[12] Guillermo Ortiz Martínez, "La Reforma Financiera en México", México 1994, Editorial FCE, pp. 96.

[13] Guillermo Ortiz Martínez, Op. Cit., pp. 97.

primera responde subsidiaria e ilimitadamente por las obligaciones de dichas empresas y de manera ilimitada por sus pérdidas.

Asimismo, las sociedades integrantes de un grupo financiero no podrían participar en el capital de otra sociedad integrante del mismo grupo, propiciando autosuficiencia respecto de las obligaciones que contraen en el ejercicio de sus funciones.

Por lo que se refiere a la integración del capital social de las sociedades controladoras, al igual que en el caso de las instituciones de crédito, se establecían importantes limitaciones, siendo sustancialmente similar el marco legal de unas y otras. Es decir, aquí también existían tres clases de acciones que aseguran el control del grupo por parte de mexicanos. La inversión extranjera podría alcanzar hasta el 30% del capital social de la controladora y la tenencia individual no podrá exceder el 5% y hasta el 10% con previa autorización de la SHCP[14].

Ahora bien, la creciente apertura e integración de los mercados mundiales parecía hacer imperativo que nuestro sistema financiero fuera más eficiente y competitivo, lo que presuponía la existencia de un mercado de valores más desarrollado, capaz de fomentar el ahorro interno -particularmente el de largo plazo- y de canalizar de una manera eficiente recursos financieros a la inversión productiva.

Por ello, y con el objeto de tener congruencia con la Ley de Instituciones de Crédito y con la Ley Para Regular las Agrupaciones Financieras, en el mismo mes de junio de 1990 se reformaron y adicionaron diversas disposiciones de la Ley del Mercado de Valores, mediante una actualización legislativa integral para acrecentar la seguridad de los participantes en el mercado de valores, al tiempo que se permitía adaptar el marco jurídico de las casas de bolsa a la existencia de agrupaciones financieras encabezadas por dichos intermediarios.

Además, se adecuaron las normas relativas al capital social de las propias casas de bolsa, con el fin de permitir la participación minoritaria de los inversionistas extranjeros, hasta en un 30% en total, y hasta en un 10% en lo individual. De esta forma, se otorgó un tratamiento similar al capital social de las casas de bolsa respecto del de las instituciones de banca múltiple y demás intermediarios financieros.

---

[14] Guillermo Ortiz Martínez, "La Reforma Financiera en México", México 1994, Editorial FCE, pp. 98.

De acuerdo con la posición oficial al respecto, el sistema financiero se reafirma como el instrumento estratégico que permite incrementar el ahorro interno y canalizar esos recursos a las actividades productivas que permitan el desarrollo económico y social de México[15].

4.- Reformas de Junio de 1992.

Mediante las reformas a la Ley de Instituciones de Crédito y de la Ley Para Regular las Agrupaciones Financieras, de junio de 1992, se dieron nuevos pasos en la modernización financiera al permitirse formas adicionales de participación nacional y extranjera tanto en la banca como en las sociedades controladoras de grupos financieros; al actualizarse la operación de los intermediarios bancarios, y al reconocerse y preverse nuevos servicios prestados por intermediarios financieros no bancarios.

Esta reforma se refiere a los porcentajes de integración de ambos tipos de sociedades, los cuales son similares en cuanto a los porcentajes que integrarán cada serie de acciones y, con anterioridad a las reformas, el capital ordinario podía integrarse de la siguiente manera: 51% del capital necesariamente estaría representado por acciones de la serie "A"; hasta 49% por acciones de la serie "B", y hasta 30% por acciones de la serie "C".

Con el propósito de consolidar las condiciones institucionales y económicas que permitieran continuar el proceso de modernización del sistema bancario y de globalización de los servicios financieros, aunado a la necesidad tanto de las instituciones de crédito como de las sociedades controladoras de fortalecer su capital, se propuso que su capital pagado se integrará por una parte ordinaria y, en su caso, por una adicional.

Aprobada la iniciativa correspondiente, el capital social de las instituciones de crédito y de las sociedades controladoras se integraría por acciones de la serie "A", que representarán el 51% del capital ordinario; mientras que el 49% restante de la misma parte ordinaria del capital podrá integrarse indistinta o conjuntamente por acciones series "A", "B" y "C", en el entendido que la serie "C" no podrá exceder del 30% de dicho

---

[15] Guillermo Ortiz Martínez, "La Reforma Financiera en México", México 1994, Editorial FCE, pp. 100.

capital.

La parte medular de las reformas se encuentra, como se mencionó, en que el capital pagado también podrá integrarse con una parte adicional, representada por acciones de la serie "L", que se emitirán hasta por el 30% del capital ordinario[16].

Las acciones de la serie "L" podrían ser adquiridas por las mismas personas facultadas para hacerlo respecto de la serie "C", es decir, por quienes puedan adquirir acciones de las series "A" y "B", por personas morales mexicanas, por físicas extranjeras, o morales extranjeras que no ejerzan funciones de autoridad.

Adicionalmente, las acciones de la serie "L" otorgarán a sus titulares, además de los derechos patrimoniales, únicamente el derecho de voto en los asuntos relativos a cambio de objeto, fusión, escisión, disolución, transformación, liquidación y cancelación de su inscripción en cualesquiera bolsas de valores. Como se puede ver, estas facultades se refieren a asuntos que pueden afectar esencialmente la propia vida de la sociedad, más que a la administración o conducción de la misma.

Estas reformas pretendían continuar asegurando que el control de los bancos y de las sociedades controladoras quede en manos de mexicanos, a la vez que permite una participación diversificada y plural que impida fenómenos de concentración.

Finalmente, respecto de la Ley Para Regular las Agrupaciones Financieras, destaca la facultad que se otorga a las sociedades controladoras para que, de resultar necesario, también puedan contraer pasivos directos o contingentes con objeto de capitalizar posteriormente a la propia sociedad, o bien para permitirles incorporar o fusionar en su grupo a otras entidades financieras.

5.- El Paquete Financiero de Mayo de 1993.

El paquete de reformas de 1993, tuvo como propósito fundamental nuevamente de promover la competitividad de los distintos intermediarios financieros, al permitirles la realización de nuevas operaciones y desregular algunas de sus actividades.

Otro objetivo básico de éstas iniciativas fue homologar los regímenes aplicables a

[16] Guillermo Ortiz Martínez, "La Reforma Financiera en México", México 1994, Editorial FCE, pp. 109-110.

los diversos intermediarios. En este sentido, se revisaron las facultades de los órganos de gobierno y de los presidentes de las comisiones nacionales bancaria, de valores, y de seguros y fianzas. También se revisaron los montos o porcentajes de las sanciones, se redefinieron infracciones y delitos en algunos casos y se uniformaron los procedimientos administrativos para impugnar los actos de la autoridad. Asimismo, se impuso a los consejeros y directivos de algunos intermediarios financieros, requisitos especiales a partir del modelo que ya regía para las instituciones de crédito.

Entre los cambios que se introdujeron a la Ley de Instituciones de Crédito, destaca la privatización y ampliación de la cobertura del sistema de información sobre operaciones activas. Con ello se liberó el Banco de México de su administración, al tiempo que se previó la posible participación en dicho sistema de entidades financieras e, incluso, de otras personas autorizadas.

Por otro lado, las instituciones de crédito quedaron obligadas a que sus filiales en el extranjero se ajustaran en sus operaciones a las disposiciones que determinaran las autoridades mexicanas.

En lo referente a la Ley del Mercado de Valores, ésta se modificó básicamente para permitir que los intermediarios bursátiles se adecuaran a la creciente internacionalización de los mercados. Así, se creo el Sistema Internacional de Cotizaciones, dirigido a los valores extranjeros que sean objeto de intermediación en México, a los valores emitidos en México o por personas morales mexicanas cuya oferta de suscripción o venta se hubiere efectuado en el extranjero.

De igual manera, a partir de las reformas se permitió que se llevaran a cabo operaciones de oferta pública de valores en territorio nacional, independientemente de la nacionalidad del emisor. Asimismo, se redefinió el concepto de información privilegiada.

En este sentido, por vez primera se introdujo la posibilidad de vetar por un periodo que va de 6 meses a 5 años, a los consejeros, directores, gerentes y empleados de las sociedades emisoras que utilicen en forma ilícita la aludida información privilegiada.

Además, se señaló que la falta de veracidad o las acciones u omisiones dolosas al emitir los dictámenes, según la gravedad del caso, podrían dar lugar a la revocación de la autorización para operar.

Por otra parte, se hicieron extensivos a los valores extranjeros los servicios que prestan los institutos para el depósito de valores y se incluyó a entidades financieras del exterior y a otras instituciones de su misma naturaleza entre los usuarios de tales servicios.

A partir de las reformas a la Ley las casas de bolsa pueden llevar a cabo libremente en el mercado exterior las actividades que le son propias. De igual manera, quedaron regulados los sistemas automatizados en la contabilidad y registro de las operaciones bursátiles.

Por otro lado, con los cambios introducidos se permitía ahora la compra de acciones por parte de las propias sociedades emisoras, inclusive si se trata de casas de bolsa. Para tales efectos, se previó que esas operaciones se realizaran con cargo a su propio capital social. Por último, las casas de bolsa y los especialistas bursátiles pueden emitir acciones de la serie "L"[17].

---

[17] Guillermo Ortiz Martínez, "La Reforma Financiera en México", México 1994, Editorial FCE, pp. 115-116.

CAPÍTULO III.- La Agencia Calificadora MOODY´s.

1.- Introducción.

Las calificaciones desempeñan un papel cada vez más importante en los mercados internacionales de capitales. De acuerdo con algunos Bancos de Inversión, el sistema de calificación de las empresas calificadoras MOODY´s y STANDARD & POOR´s está diseñado para proporcionar un marco preciso y globalmente consistente para evaluar y clasificar riesgo, independientemente de la industria del emisor o del tipo de deuda calificada[1].

Dado que las calificaciones son un fenómeno reciente en el mercado latinoamericano, tanto los emisores que consideran la posibilidad de obtener una calificación y los inversionistas, suelen tener muchas preguntas acerca del análisis y del proceso de calificación, por lo cual a continuación se explica de manera más precisa los elementos que conforman la base metodológica de cada uno de los ratings (calificaciones) que las empresas calificadoras emiten.

En este sentido, la función de las calificaciones en los mercados financieros es proporcionar al inversionista una medida del riesgo de incumplimiento en el pago de intereses, dividendos o principal, de una inversión específica de renta fija. Dicha clasificación viene dada en relación a todos los demás títulos calificados.

La calificación se procura sea un indicador sencillo, lo más objetivo, rápido y conveniente del análisis del riesgo crediticio. La calificación reduce la incertidumbre sobre los riesgos de inversión de una gama mucho más amplia de títulos de lo que los analistas de crédito de una institución en particular, o un inversionista individual, pueden cubrir, ampliando así sus horizontes de inversión a nuevas posibilidades.

Esto facilita a las instituciones la diversificación de los riesgos en su cartera de renta fija y de renta variable, así como la optimización de sus inversiones al poder seleccionar las que más se adecuan a sus necesidades. Pero la calificación no sustituye el análisis que siempre debe hacer el inversionista; debe ser un complemento de ese análisis.

Las calificaciones desempeñan una función clave en la fijación de precio de los títulos de renta fija y variable. Son un indicador esencial de cuánta rentabilidad añadida, o

---

[1] Banco Nacional de México, "Análisis de Crédito y Riesgo Crediticio", Mimeo, México 1996, pp. 3.

prima de riesgo, puede pedir el inversionista en relación al valor supuestamente sin riesgo. Así, mientras más alta sea la calificación, menor riesgo de crédito y menor deberá ser la rentabilidad adicional; mientras más baja la calificación, mayor riesgo de incumplimiento de pagos y mayor la prima para compensar ese riesgo[2].

No obstante, el margen de precios entre títulos de las diferentes categorías de calificación no es sólo un reflejo de diferentes riesgos de crédito. Hay otros factores que los inversionistas tienen en cuenta y por tanto influyen en la fijación del precio, como el grado de liquidez de una emisión en el mercado secundario, o el riesgo de amortización anticipada, a los que no se refiere la calificación.

En los mercados de deuda que carecen de un sistema independiente de calificación, muchos inversionistas evalúan el riesgo de crédito en base a supuestos indicadores tales como el nombre o prestigio del emisor, su capitalización de mercado, y otros.

Ésta es una práctica de mercado con importantes inconvenientes: hay compañías que cuentan con un prestigio reconocido por los mercados internacionales que han incumplido el pago de sus obligaciones en el pasado, por lo tanto un nombre no proporciona una clasificación o medida del riesgo relativo, como necesita todo inversionista sofisticado para ajustar sus rentabilidades según dicho riesgo.

---

[2] Banco Nacional de México, "Análisis de Crédito y Riesgo Crediticio", Mimeo, México 1996, pp. 4.

2.- La Agencia Calificadora MOODY´s Investors Service.

MOODY´s es el líder mundial en el análisis de riesgo de crédito. A través de sus analistas ubicados en los principales centros financieros del mundo, proporcionan a los inversionistas calificaciones y análisis de todo tipo de instrumentos de deuda. Su objetivo es proporcionar a los principales inversionistas, emisores e intermediarios un parámetro global de calidad de crédito.

La compañía fue fundada a principios de siglo por JOHN MOODY, quien inventó el sistema de calificación de títulos en 1909. Sus calificaciones, de Aaa hasta C, se comenzaron a usar para calificar títulos de compañías de ferrocarriles estadounidenses, y son hoy los símbolos internacionales de calidad de crédito.

MOODY´s publica opiniones sobre emisores internacionales desde principios de siglo. En 1919, asignó calificaciones a la deuda de países como Reino Unido, Francia, Italia, Japón y la República Popular China. En los años cincuenta, calificaron emisores internacionales como Canadá, Australia, el Banco Mundial, y la Comunidad Europea del Carbón y el Acero.

En los años setenta, comenzaron a calificar las emisiones de Eurobonos de instituciones financieras tales como Barclays Bank International, Japan Development Bank, y Societé Nationale des Chermis de fer Francais. Su primera calificación a corto plazo a un emisor no estadounidense la otorgaron en 1974 a Eléctricité de France.

Hoy MOODY´s califica títulos de deuda de más de 8,000 emisores en todos los segmentos del mercado, incluyendo empresas industriales, instituciones financieras, casas de bolsa, compañías de seguros, operaciones de bursatilización, 40 Estados soberanos, cerca de 100 entidades estatales y 17 entidades supranacionales. MOODY´s califica prácticamente todos los emisores de bonos y papel comercial emitidos en Estados Unidos. Asimismo califica el 75% del saldo vivo total de emisiones de Eurobonos, y el 85% del importe total previsto de todos los programas de emisión de Europapel Comercial[3].

Para MOODY´s la calificación es una evaluación de la capacidad y compromiso jurídico de un emisor para efectuar los pagos de intereses y amortizaciones del principal en

---

[3] Esta información fue proporcionada por Gina Diliberto quien trabaja en el Press Desk de MOODY´s Investors Service.

el plazo previsto en las condiciones de la emisión. La calificación pretende también clasificar en una estructura coherente y consistente el nivel de riesgo relativo de cada emisión y de cada emisor[4].

Sin embargo, la precisión de las calificaciones sólo puede determinarse una vez que el título llega a su vencimiento. No obstante, sí se puede analizar la incidencia de incumplimientos por categoría de calificación en títulos ya vencidos. Estos datos representan el historial de fiabilidad y precisión de las agencias calificadoras.

MOODY´s realiza un estudio que comprende todos los incumplimientos de títulos calificados durante los últimos veinte años su nombre es Corporate Bond Defaults and Default Rates (para el caso de S&P es Ratings and Ratios).

Este estudio determina que la cuota de incumplimiento de emisores de títulos con calificación más baja, es más elevada que la de los emisores de más alta calificación en todos los horizontes de inversión, desde uno a veinte años. Además se ha podido observar una marcada diferencia entre títulos calificados en la categoría de inversión (calificaciones Baa y más altas) y títulos calificados en el grupo de valores especulativos (calificaciones Ba e inferiores).

La definición de incumplimiento utilizada por MOODY´s es muy estricta: es la omisión o retraso en el pago de intereses y/o principal u operaciones especiales de apoyo en casos de crisis.

3.- Análisis de la Calificación.

La fiabilidad de las calificaciones depende también de la opinión de analistas con experiencia, bien informados e imparciales, y no solamente de la aplicación de una estricta metodología. Sin embargo, existen ciertos elementos comunes en el análisis de cualquier instrumento[5], entre los cuales encontramos los siguientes:

- Las calificaciones están orientadas al futuro.- Las calificaciones evalúan la capacidad y compromiso jurídico de un emisor para efectuar aquellos pagos de capital e intereses de

[4] MOODY´s Investors Service, "Sovereign Debt Ratings", New York, October 1995, pp. 5.

[5] Banco Nacional de México, "Análisis de Crédito y Riesgo Crediticio", Mimeo, México 1996, pp. 6.

una emisión de deuda en los plazos previstos en las condiciones de la emisión. Por ello, las calificadoras van más allá de las circunstancias del momento, examinando las condiciones de mercado y tendencias fundamentales subyacentes que afectaran el futuro del emisor. Por ejemplo, la pérdida de un activo importante en un determinado periodo no tiene por que implicar una calificación más baja, si la posición operativa de la compañía permanece saneada y no se espera que su entorno económico se deteriore.

- Énfasis de riesgo.- Dado que el inversionista en renta fija no se beneficia del futuro incremento de las utilidades de un emisor, la calidad de un instrumento de deuda es necesaria medirla basándose en el riesgo de incumplimiento de los pagos. Así pues, los analistas evalúan cuidadosamente la habilidad del emisor para cumplir todas sus obligaciones y la estructura del instrumento calificado en particular, para medir la protección que tiene el inversionista.

- Perspectiva global.- Las agencias calificadoras evalúan un abanico muy amplio de emisiones y emisores. Sus relaciones con empresas líderes en los mercados internacionales, proporcionan a los analistas la perspectiva para llevar a cabo amplias comparaciones entre emisiones, emisores, sectores económicos y entornos políticos.

- Evaluación de factores fundamentales.- Los analistas se centran en los factores fundamentales que afectan la calidad de crédito del emisor. Aunque estos factores fundamentales son específicos a cada situación, todos tienen un objetivo: estimar la capacidad del emisor de generar liquidez durante la vigencia del instrumento. Así, la capacidad de generar liquidez de una empresa está supeditada a una serie de variables complejas e interdependientes, pero los factores centrales del análisis se pueden clasificar en amplias categorías , entre los cuales figuran los siguientes[6]:

A) Riesgo soberano, aquellos asociados con el país en que la compañía está domiciliada.

B) Riesgos de la industria, aquellos riesgos y oportunidades que existen en la

[6] MOODY´s Investors Service, "Sovereign Debt Ratings", New York, October 1995, pp. 12.

industria del emisor.

C) Riesgos de la empresa, incluyendo calidad y estrategia de la dirección, posición operativa y financiera, y prácticas contables.

D) Cuestiones legales, que se refieren al impacto que la estructura de la organización o de la emisión calificada puede tener en la calidad del crédito.

A) Valuación del Riesgo Soberano.

El objetivo del análisis del riesgo soberano es responder a una pregunta[7]: ¿Tendrán los emisores de un país acceso a las divisas que requieren para cumplir sus obligaciones en títulos de deuda en moneda extranjera?.

La calificación de un país, o calificación soberana, es una medida de la capacidad y compromiso del banco central del país de hacer disponibles divisas para el servicio de la deuda, incluida la deuda del gobierno central. Así pues, esta calificación no se refiere exclusivamente a la calidad de crédito del gobierno, sino que propiamente hace referencia a la totalidad de la deuda de un país, incluyendo deudores del sector público y privado[8].

Al evaluar la capacidad de un país de pagar su deuda, el analista se centra en dos razones fundamentales, que suelen estar interrelacionadas, por las que un Estado puede incumplir sus obligaciones de deuda internacionales. En primer lugar, un país puede incumplir sus obligaciones por una deficiencia crónica de generación de divisas, que suele generarse por razones de índole política y económica.

Esta situación se plantea, por ejemplo, por una inadecuada administración de la riqueza de un país durante un periodo de tiempo, o por prolongados acontecimientos económicos, como la pérdida de recursos naturales, proteccionismo comercial en sus principales mercados exteriores, o, en el caso de países productores de materias primas, una caída en el precios de estos bienes primarios.

En segundo lugar, un país puede no cumplir sus obligaciones de deuda internacional

---

[7] MOODY's Investors Service, "Sovereign Risk: Bank Deposits vs. Bonds.", New York, September 1995, pp. 2.

[8] Para una explicación más amplia referirse a Emilio Ontiveros, Angel Berges y Daniel Monzano, "Mercados Financieros Internacionales", Ed. Espasa Calpe, España 1991, Capítulo 13.

por un problema de liquidez a corto plazo, por ejemplo, en el caso de una súbita interrupción del flujo de capitales externos. En cualquier caso, el proceso de evaluación de la capacidad de pago de un país se puede describir como la investigación de problemas estructurales, anomalías o rigideces que pueden reflejar vulnerabilidades a largo plazo en la generación de riqueza en el país.

Para ello se analiza toda una serie de aspectos políticos, sociales y culturales interrelacionados, todos ellos referidos a la susceptibilidad del país de sufrir un descenso de la riqueza a largo plazo y a la capacidad institucional para corregir ese descenso cuando ocurra.

B) Análisis de la Industria del Emisor.

Los analistas comienzan con un análisis de la industria de un emisor como marco a las perspectivas de la empresa en el futuro. Son importantes en éste análisis factores como las tendencias en la competencia mundial de la industria y la importancia que tiene la industria en el entorno económico del país de domicilio del emisor[9].

Cada analista tiene experiencia en un determinado sector industrial, lo que le permite reconocer las tendencias del entorno y de la competencia mundial del sector. Además, un conocimiento de las empresas líderes dentro de cada sector industrial proporciona a las calificadoras un marco comparativo de referencia que asegura la objetividad del análisis de cada competidor.

El análisis de la industria supone una segunda limitación a la calificación máxima de una empresa (siendo la primera el análisis y calificación del riesgo soberano). Así, empresas en industrias con un riesgo superior a la media pueden tener un nivel de endeudamiento mucho menor que empresas en industrias más estables y obtener la misma calificación.

En este mismo orden de ideas, otros factores que las empresas calificadoras analizan son los siguientes:

- Peso relativo de un sector industrial en el Producto Interno Bruto del País.- Se analiza la importancia relativa de una industria en la economía del país de domicilio del emisor.

[9] MOODY's Investors Service, "Corporate Bond Default and Default Rates", New York, july 1995, pp. 16-17.

Este análisis tiene una relevancia especial para la salud económica y política del país y también se considera la probabilidad de intervención del Estado en caso de crisis.

- Vulnerabilidad de la industria frente a los ciclos económicos.- Se estima la dirección y volatilidad de los volúmenes de negocios y beneficios en relación a las tendencias económicas locales y mundiales. Se examinan igualmente factores como la madurez de la industria, nivel de capacidad de producción y expectativas de crecimiento en relación al PIB.

- Competencia nacional e internacional.- Se consideran las tendencias de oferta y demanda mundiales y su impacto en la estrategia competitiva de la empresa. Se siguen cuidadosamente factores como la existencia o probabilidad de introducción de concesiones o subsidios del Estado. Por ejemplo, ciertas empresas mineras de cobre de países en desarrollo disfrutan de subvenciones, lo que ha dado lugar a un exceso de oferta en el mercado, restringiéndose así la salud continua de la industria.

- Tendencias en la regulación.- Se examina la normativa establecida por la regulación vigente de la industria así como posibles propuestas de cambio, siendo importantes las posibles consecuencias para cada una de las empresas del sector. También se examinan los impactos de la desregulación y la privatización de la industria.

- Barreras de entrada a competidores.- Se considera la existencia y naturaleza de posibles barreras de entrada en la industria a competidores, y las consecuencias que éstas tienen sobre la posición competitiva de la empresa en el futuro.

- Vulnerabilidad frente a cambios tecnológicos.- Se estima la duración del ciclo tecnológico en la industria y se evalúa la importancia de la investigación y desarrollo de nuevas tecnologías.

- Tipos de cambio de las divisas.- Se analizan las consecuencias de la política monetaria internacional sobre los tipos de cambio y se determina la medida en que éstos pueden afectar los márgenes operativos de la industria. Se consideran entonces las posibles consecuencias dada la estructura de la competencia entre todas las empresas de la industria.

- Factores de costo.- El análisis de las calificadoras incluye también la disponibilidad y distribución de materias primas y evalúa la estabilidad, estructura y dinámica de los mecanismos de abastecimiento existentes.

C) Análisis del Emisor.

Al evaluar la posición operativa de un emisor, las calificadoras consideran la posición de la empresa dentro de la industria y de la economía en general. Esta información, junto con la relativa eficiencia operativa de la empresa, permite analizar su capacidad de generar ingresos bajo diferentes condiciones económicas, incluyendo periodos de gran dificultad[10]. Las más importantes son:

- Cuota de mercado relativa.- La cuota de mercado relativa, medida en términos regionales, nacionales o mundiales, es una de las medidas de la solidez de una empresa. Otros factores importantes son la capacidad de mantener o mejorar los márgenes y de liderar la fijación de precios gracias a la cuota de mercado.

- Evolución del crecimiento.- En base a las expectativas de crecimiento, el analista proyecta las utilidades de la compañía.

- Diversificación por línea de negocio.- Se lleva a cabo un análisis en profundidad en cada área de negocio. Se examinan factores como la distribución de cada segmento al rendimiento total, la inversión necesaria para mantener o mejorar ese rendimiento y las sinergias entre áreas.

[10] MOODY´s Investors Service, "Corporate Bond Default and Default Rates", New York, july 1995, pp. 23-24

- Diversificación de flujos de ingresos.- El análisis reconoce posibles concentraciones (por producto, geográfica o por clientes o proveedores) dentro de cada línea de negocio, que puedan hacer más vulnerables los ingresos de la compañía a situaciones imprevistas. También se examinan la existencia de acuerdos de venta a largo plazo y su distribución entre clientes.

- La estructura de costos de la compañía.- Se compara con competidores nacionales e internacionales. Para ello se revisan los centros de producción y se estima el volumen de inversiones necesarias para mantener la eficiencia operativa. Otros factores a considerar son los mecanismos de abastecimiento, relaciones laborales y evolución de la productividad.

- La red de distribución y de mercados.- Se examina, junto con la importancia y contenido de la labor de servicio y soporte del producto.

- Tendencias de producto o ciclos técnicos.- Se evalúan en su impacto sobre la estrategia de mercados y sobre la importancia de programas de investigación y desarrollo.

- Prácticas empresariales propias del país.- Por ejemplo, se estudian las relaciones con los clientes o los proveedores, que puedan variar en cada país.

- Potencial de ayudas gubernamentales.- Por ejemplo, el gobierno puede promocionar una determinada industria, lo que puede suponer mejores perspectivas para la compañía.

D) Factores Legales.

Es esencial que las leyes del país ofrezcan la necesaria seguridad de que los contratos son legales, válidos y que se pueden hacer cumplir. Las calificadoras reexaminan periódicamente las leyes y regulaciones sobre acreedores de cada país con emisiones calificadas[11].

---

[11] MOODY´s Investors Service, "Sovereign Debt Ratings", New York, October 1995, pp. 13.

Las calificadoras aceptan normalmente la opinión del asesor jurídico interno de la compañía sobre la validez de los documentos corporativos o acuerdos de garantía. En áreas de especialidad (como suspensión de pagos y quiebras) las calificadoras prefieren la opinión de un asesor legal externo. Esto se puede decidir individualmente en cada caso, tras discutirlo con la Dirección del emisor y sus propios asesores jurídicos.

4.- El Proceso de Calificación.

El proceso comienza cuando un emisor solicita una reunión formal con MOODY´s ó STANDARD & POORs, bien directamente o a través de sus asesores financieros, para discutir su proceso de calificación. Esta reunión introductoria permite al emisor entender el objetivo y metodología del análisis de las agencias calificadoras, y permite a éstas hacerse una idea de qué áreas serán importantes para desarrollar el análisis del emisor[12].

Si el emisor decide proceder con una solicitud formal de calificación, las calificadoras asignan al emisor un analista cuya especialidad sea la industria del emisor. Trabajando con la dirección, el analista desarrolla un calendario de reuniones y visitas a las instalaciones indicando además el tipo de información más útil para el análisis.

El proceso de calificación no es una auditoria y más bien se centra en los elementos esenciales. La información más útil será probablemente la relacionada con los temas que más preocupan a la alta dirección en su tarea de dirigir la compañía. Normalmente, la compañía dispone ya de esta información y la dirección la recibe periódicamente.

Las calificadoras suelen analizar los estados financieros de los últimos cinco años y proyecciones financieras para varios años. Las proyecciones que facilitan los emisores no determinan las expectativas (de las agencias calificadoras), sino que se usan para entender las hipótesis que determinan la visión de futuro que tiene la dirección.

Las agencias calificadoras proponen entonces una serie de reuniones de trabajo con la dirección que suelen tener lugar en las oficinas del emisor. Normalmente estas reuniones, que no duran más de uno o dos días, se celebran algunas semanas después de haberse solicitado la calificación. Para asegurar un uso productivo del tiempo de los directivos en

---

[12] Banco Nacional de México, "Análisis de Crédito y Riesgo Crediticio", Mimeo, México 1996, pp. 11-13.

las reuniones, conviene que los analistas dispongan de la información financiera necesaria por lo menos con una semana de anticipación.

La estructura de las reuniones es bastante similar para calificaciones a corto o largo plazo y se suelen centrar en los siguientes temas:

- Estrategia y filosofía de la compañía.
- Posición operativa por área de negocio.
- Dirección financiera.
- Otras áreas de particular importancia.

Para ello, las agencias calificadoras solicitan la participación de la dirección ejecutiva y de altos funcionarios de las direcciones financiera y de operaciones. Suele darse también una corta reunión con el máximo ejecutivo. Cada división operativa hace una corta presentación de su área de negocio seguida de una ronda de preguntas. Las presentaciones son una oportunidad para que la dirección explique los riesgos y oportunidades que ellos consideran pueden afectar su calidad de crédito a mediano plazo y sus planes de respuesta.

Tras las reuniones de trabajo con la dirección, normalmente tarda de cuatro a seis semanas tomar una decisión de calificación. Todas estas decisiones las toma un Comité de Calificación. Los comités varían de tamaño y duración, dependiendo de la complejidad del emisor. El comité incluye al analista encargado de la compañía, otros especialistas de la industria en cuestión, analistas con amplia experiencia en el país de que se trate y funcionarios de mayor antigüedad en las agencias calificadoras con una amplia experiencia en análisis de crédito.

Una vez que el comité toma una decisión, ésta se le comunica al emisor. Antes de hacer pública la calificación, las calificadoras examinan toda la documentación legal pertinente a la emisión calificada, y, en el caso de emisiones de papel comercial, la disponibilidad de fuentes de liquidez alternativas.

Después de asignar y hacer pública una calificación, las agencias calificadoras siguen observando la situación financiera del emisor. El punto clave de este proceso de vigilancia es la aportación constante de información, tal como estados financieros trimestrales, informes anuales y otros datos, por parte del emisor. Las calificadoras

mantienen un expreso y constante contacto con el emisor, en persona y por teléfono, actualizando la información acerca del sector de actividad y del conjunto de la economía utilizando fuentes de información muy diversas.

5.- Escala de Calificaciones de MOODY´s Investors Service.

Para MOODY´s las calificaciones son opiniones, no recomendaciones de compra o venta, y su exactitud no está garantizada. Por ello una calificación es sólo un factor más a tener en cuenta en una decisión de inversión[13].

Para esta empresa calificadora existen dos tipos de calificaciones: A) A largo plazo y; B) A corto plazo.

A) Calificaciones de Deuda a Largo Plazo.

Las calificaciones de títulos a largo plazo son opiniones sobre la capacidad de los emisores de devolver puntualmente los compromisos de la deuda emitida a un plazo mayor a un año y su definición es la siguiente[14]:

- Aaa.- Los títulos calificados Aaa corresponden a la calificación más elevada y contienen el menor riesgo de inversión. Los pagos de interés están cubiertos por un margen amplio o excepcionalmente estable y el cobro del principal es seguro. Aunque es probable que los elementos de protección cambien, no se espera que alteren la solidez fundamental de estas emisiones.

- Aa.- Los títulos calificados Aa se consideran de alta calidad en todos los sentidos. Forman, junto con los calificados Aaa, el llamado grupo de alta calidad. Su calificación es inferior a la de los títulos Aaa por ser sus márgenes de protección menos amplios. La fluctuación de los elementos de protección puede ser mayor, o pueden existir otros elementos que hagan percibir que el riesgo a largo plazo sea superior al de los títulos calificados Aaa.

---

[13] Para realizar una comparación entre las calificaciones que emiten tanto Moody´s como Standard & Poor´s ver el cuadro 1 del anexo 1.

[14] MOODY´s Investors Service, "Sovereign Debt Ratings", New York, October 1995, pp. 17-19.

- A.- Los títulos calificados A tienen buenas cualidades como instrumentos de inversión y han de considerarse como obligaciones de calidad media-alta. Los factores que dan seguridad al cobro del capital e intereses son adecuados, pero puede haber elementos que sugieran un posible deterioro en el futuro.

- Baa.- Los títulos calificados Baa se consideran de calidad media (no están ni muy protegidos, ni poco respaldados). Los pagos de intereses y principal se consideran adecuadamente protegidos pero algunos elementos de protección pueden no existir o ser poco fiables a largo plazo. Estos títulos carecen de cualidades de excelencia como instrumentos de inversión y de hecho también tienen características especulativas.

- Ba.- Los títulos calificados Ba se considera que contienen elementos especulativos; su futuro no es seguro. A menudo los pagos de intereses y principal pueden estar muy modestamente protegidos, y por lo tanto, ser vulnerables en el futuro. Estos títulos se caracterizan por su situación de incertidumbre.

- B.- Los títulos calificados B no tienen generalmente las cualidades deseables como instrumentos de inversión. La seguridad en el cumplimiento de los pagos de intereses o principal, u otros compromisos contractuales, puede ser limitada a largo plazo.

- Caa.- Los títulos calificados Caa son de baja calidad. Estas emisiones pueden haber incumplido los pagos o pueden contener elementos de peligro con respecto al cobro del capital e intereses.

- Ca.- Los títulos calificados Ca son obligaciones altamente especulativas. Estas emisiones han incumplido pagos frecuentemente o tienen otras marcadas deficiencias.

- C.- Los títulos calificados C pertenecen a la categoría más baja de títulos calificados, y la posibilidad de que estas emisiones alcancen alguna vez valor de inversión es remota.

MOODY´s aplica además modificadores numéricos 1, 2, 3, a cada categoría genérica de calificación desde Aa hasta B. El modificador 1 indica títulos en la banda superior de cada categoría genérica de calificación, el modificador 2 indica banda media y el modificador 3 indica emisiones en la banda inferior de cada categoría genérica.

B) Calificaciones de Deuda a Corto Plazo.

Las calificaciones de títulos a corto plazo son opiniones sobre la capacidad de los emisores de devolver puntualmente los compromisos de la deuda emitida a un plazo inferior a un año. Las obligaciones que dependen de mecanismos de soporte (como cartas de crédito) están excluidas mientras no estén explícitamente calificadas[15]. MOODY´s emplea las tres siguientes designaciones, todas consideradas con valor de inversión, para indicar la relativa capacidad de pago de los emisores:

- Prime-1 (P-1): Los emisores (o instituciones de soporte) calificados P-1 tienen una capacidad superior de devolver puntualmente los compromisos de la deuda emitida a un plazo inferior a un año. La solvencia asociada a los emisores P-1 se manifiesta a menudo a través de varias de las siguientes características: 1) posición de liderazgo en sectores sólidos; 2) altas tasas de retorno en los fondos empleados; 3) estructura de capital conservadora, con un moderado recurso al mercado de deuda y una amplia protección a los activos; 4) márgenes amplios en la cobertura de la carga fija financiera por los beneficios y alta generación interna de fondos; 5) sólida capacidad de acceso a los mercados financieros y fuentes alternativas de liquidez garantizadas.

- Prime-2 (P-2): Emisores (o instituciones de soporte) calificados P-2 tienen una fuerte capacidad de devolver puntualmente los compromisos de deuda emitida a un plazo inferior a un año. Se manifestará normalmente a través de muchas de las características mencionadas en la categoría anterior, pero en un menor grado. La tendencia de los ingresos y la tasa de cobertura, aunque sólidas, pueden ser más variables. Las estructuras de capital, aunque apropiadas, pueden verse más afectadas por condiciones

[15] MOODY´s Investors Service, "Sovereign Debt Ratings", New York, October 1995, pp. 21-22.

externas. Mantienen una amplia liquidez alternativa.

- Prime-3 (P-3): Los emisores (o instituciones de soporte) calificados P-3 tienen una capacidad aceptable de devolver puntualmente sus compromisos de deuda emitida a un plazo inferior a un año. El impacto del sector y la composición del mercado del emisor pueden ser mayores. La variabilidad en ingresos y beneficios puede producir cambios de nivel en las tasas de protección de la deuda y puede requerir tasas relativamente altas de apalancamiento financiero.
- No son Prime (NP): Las emisoras calificadas NP no tienen las características de ninguna de las categorías anteriores.

CAPÍTULO IV.- La Agencia Calificadora STANDARD & POOR´s.

1.- Introducción.

STANDARD & POOR´s (S&P) es una de las calificadoras de títulos de deuda líder en el mundo. Su labor consiste en proporcionar calificaciones a una amplia gama de emisores que quieren acceder a los mercados de capitales nacionales e internacionales. Con una red de oficinas y analistas extendida por el mundo, S&P se encuentra en una posición fuerte que le posibilita establecer comparaciones en cuanto a la calidad de crédito en los diferentes países.

La gama de instrumentos disponibles en el mercado internacional de capitales se ha disparado en los últimos años. En consecuencia, S&P ha ampliado su gama de servicios de calificaciones. Actualmente, realiza calificaciones que cubren las siguientes áreas[1]:

- Deuda de largo plazo.
- Deuda de corto plazo.
- Acciones preferentes.
- Certificados de depósitos.
- Sociedades de inversión en el mercado monetario.
- Sociedades de inversión en renta fija.
- Capacidad de pago de siniestros por parte de compañías de seguros.

Para S&P una calificación desempeña la función de evaluar el grado de riesgo de un crédito, elemento fundamental dentro del proceso de toma de decisiones respecto de cualquier inversión. En consecuencia una calificación no puede ser considerada como una recomendación de compra, venta o retención de los títulos de crédito a que se refiere, ya que no contempla los precios del mercado ni la adecuación de sus características a los objetivos de inversión de un inversionista[2].

Una calificación, al igual que en el caso de MOODY´s, no significa que se haya

---

[1] Standard & Poor´s, "Sovereign Rating Methodology", New York 1994, pp. 3.

[2] Standard & Poor´s, "Sovereign Rating Methodology", Op. Cit., pp. 6.

realizado una auditoria ni que se atestigüe respecto de la autenticidad de la información proporcionada por el emisor. La calificadora efectúa su análisis con base, entre otros elementos, en estados financieros auditados, avalúos efectuados por valuadoras autorizadas, etc., por lo que ésta es receptora y usuaria del material preparado por aquellos en posición de dar testimonio acerca de la autenticidad, suficiencia y validez de la información analizada.

Las opiniones y calificaciones de STANDARD & POOR´s, se basan en información que le ha sido proporcionada y que se supone que es suficiente y válida, sin embargo cabe señalar que al no ser responsable directa o implícitamente de su elaboración o de su autenticidad, suficiencia y validez, no acepta responsabilidad alguna sobre las posibles consecuencias o perjuicios que pudieran surgir por el uso parcial o total de las mismas.

2.- Proceso de Calificación.

STANDARD & POOR´s califica una emisión sólo en caso de disponer de la información adecuada para la formación de una opinión verosímil tras haber llevado a cabo, si procede, extensos análisis cuantitativos, cualitativos y legales[3].

La metodología analítica de STANDARD & POOR´s se divide en áreas para asegurarse que se toman en cuenta todas las cuestiones relevantes tanto cuantitativas como cualitativas. Por ejemplo, en el caso de las empresas industriales las áreas cualitativas se orientan hacia el análisis del negocio, la competitividad de la compañía dentro del sector al que pertenece, así como la capacidad de su administración; lo cuantitativo hace referencia al análisis financiero.

Es importante comprender que el proceso de calificación no se limita al examen de diversas razones financieras. Por ejemplo, la evaluación de la actividad crediticia para las empresas industriales contempla una metodología más amplia que supone una revisión minuciosa de los fundamentos del negocio, incluyendo perspectivas de crecimiento del sector y su vulnerabilidad ante los cambios tecnológicos, problemas sociales o impactos por reglamentaciones u ordenamientos legales. En el sector público,

---

[3] Standard & Poor´s. "Corporate Finance Criteria", New York 1996, pp. 10-14.

lo anterior incluye una valuación de la solidez económica subyacente del Estado o territorio, así como la efectividad gubernamental.

STANDARD & POOR´s organiza un equipo de analistas con experiencia, designando un responsable de la dirección del proceso de la calificación. Los analistas revisan toda la información pertinente.

En lo referente a las empresas industriales, dicha revisión incluye generalmente los informes financieros auditados de cinco años atrás, proyecciones de flujo de efectivo y financieras, información sobre operaciones, informes legales, así como cualquier otro que la calificadora considere relevante, con vistas a formarse una opinión inicial de la situación y resultados financieros del emisor.

A continuación, si procede, STANDARD & POOR´s se reúne con la dirección de la emisora, con el fin de revisar a detalle los planes financieros y operativos clave de la compañía, así como las políticas establecidas al respecto y los factores que pudieran repercutir en la calificación. Dicha reunión ayuda a los analistas a desarrollar la evaluación cualitativa, tan importante para la decisión sobre la calificación.

Una vez terminado el análisis financiero y la evaluación de la emisión en su conjunto, se prepara un resumen sobre los datos sobresalientes del estudio que el funcionario responsable, presenta al comité calificador para su discusión y decisión respecto a la calificación que deba asignarse a la emisión de que se trate.

Una vez que el comité calificador ha tomado una decisión, se informa al emisor la calificación correspondiente y se le explican los motivos de la misma. El emisor puede apelar la decisión del comité presentando información adicional, antes de asignar una calificación definitiva. Sin embargo STANDARD & POOR´s no asegura que esta nueva información modifique la decisión de dicho comité.

Al quedar asignada una calificación definitiva, ésta se hará pública empleando los medios de comunicación establecidos por STANDARD & POOR´s.

La calificación tendrá la misma vigencia que la deuda calificada. Por ello el emisor deberá mantener periódicamente informado a STANDARD & POOR´s de su situación financiera así como de cualquier evento o cambios en sus circunstancias de

operación y entorno en que se desenvuelve.

También es práctica común el llevar a cabo reuniones de revisión, las que permiten a los analistas mantenerse al corriente sobre como la dirección percibe los acontecimientos, así como tratar las áreas potenciales de problemas y tener información sobre los cambios en la planeación de la compañía.

Como resultado del proceso de seguimiento, en ocasiones queda de manifiesto que las condiciones cambiantes del negocio o del entorno económico, requieren de la reconsideración de una calificación.

Cuando esto ocurre, el analista principal lleva a cabo una revisión preliminar que puede conducir a la inclusión en el listado de Revisión Especial. A continuación se realiza un amplio análisis que incluye, sí procede, una reunión con la dirección de la empresa, así como una presentación al comité de calificación de los resultados obtenidos del estudio efectuado. Dicho comité evalúa la propuesta, toma una decisión sobre la calificación, se le notifica al emisor y considera la apelación si ésta se produce. Una vez finalizado este proceso se publica el resultado.

La revolución financiera de los últimos diez años, sin duda alguna ha hecho más complejo el proceso de la calificación, sin embargo, STANDARD & POOR´s reitera que su cometido fundamental es el de proporcionar a los inversionistas una opinión verosímil sobre la calidad crediticia de los diversos instrumentos financieros calificados.

El reto para STANDARD & POOR´s es el mantener informado al mercado de cómo satisfacer y enfrentar las necesidades impuestas por la constante evolución del mismo mercado.

3.- Definición de las Calificaciones Internacionales de Deuda Emitidas por STANDARD & POOR´s.

La calificación de renta fija de S&P es una opinión sobre la solvencia de un deudor con respecto de una obligación específica. Dicha opinión puede tomar en cuenta a deudores tales como garantes o aseguradores[4].

La calificación de deuda no constituye una recomendación de compra, venta o

[4] Standard & Poor´s, "Sovereign Rating Methodology", New York 1994, pp. 9-10.

mantenimiento de valores, por cuanto no hace referencia al precio de mercado o a su conveniencia para un inversionista determinado.

Las calificaciones se basan en informaciones actualizadas suministradas por el emisor, o bien obtenidas por S&P de otras fuentes que ésta considere dignas de crédito. S&P no lleva a cabo auditoria alguna en relación con una calificación pudiendo, en ocasiones, basarse en información financiera no auditada. Las calificaciones se hallan sujetas a variación, suspensión o eliminación como resultado de falta de información ó basadas en otras circunstancias.

Las calificaciones se basan en una escala de categorías que contempla las siguientes consideraciones:

- Probabilidad de impago-capacidad y voluntad del deudor en cuanto al pago puntual de intereses y principal, de acuerdo con los términos de la obligación.
- Naturaleza, condiciones y características de la obligación.
- Protección que ofrece y posición relativa de la obligación frente a un caso de quiebra, reorganización u otras circunstancias de acuerdo a la legislación sobre quiebras y demás leyes sobre los derechos de los acreedores.

Es muy importante dejar en claro que para STANDARD & POOR´s existen dos categorías fundamentales: A) Con grado de Inversión y; B) Sin grado de Inversión.

A) Categorías con grado de inversión[5].

- AAA.- La deuda con esta calificación, posee el grado más alto de la escala de calificaciones asignadas por S&P. La capacidad de pago de intereses y principal es extremadamente fuerte.
- AA.- La deuda con esta calificación, posee una capacidad muy fuerte de pago de intereses y principal, difiriendo sólo en un pequeño grado de las emisiones con la máxima calificación.
- A.- La deuda con esta calificación, posee una gran capacidad de pago de intereses y

[5] Standard & Poor´s, "Corporate Finance Criteria", New York 1996, pp. 16-17.

principal, aunque es algo más susceptible a los efectos de los cambios circunstanciales y condiciones económicas adversas que la deuda de las categorías superiores.

- BBB.- La deuda con esta calificación, se considera dotada de capacidad adecuada de pago de intereses y principal. A pesar de que normalmente presenta parámetros de protección adecuados, condiciones económicas adversas o cambios circunstanciales pueden debilitar su capacidad de pago de intereses y principal en comparación con la deuda situada en categorías superiores.

B) Categorías sin grado de inversión[6].

La deuda con calificación BB, B, CCC, CC y C se considera provista de características predominantemente especulativas en lo que se refiere a la capacidad de pago de intereses y principal. BB indica el menor grado de especulación, y C el mayor. Aunque dicha deuda tenga normalmente algunas características de calidad y protección, éstas se ven contrarrestadas por incertidumbres de importancia o vulnerabilidad considerable ante condiciones adversas.

- BB.- La deuda con esta calificación, posee menos posibilidades de incumplimiento a corto plazo que otras emisiones especulativas. Sin embargo, debe hacer frente a incertidumbres significativas o a condiciones comerciales, financieras o económicas adversas que podrían conllevar una capacidad insuficiente de pago puntual de intereses y principal. La categoría de calificación BB se utiliza también para deuda subordinada a una deuda senior a la cual se le ha asignado una calificación expresa o implícita de BBB-.
- B.- La deuda con esta calificación, posee un mayor riesgo de incumplimiento, pero tiene actualmente capacidad de pago de intereses y principal. Condiciones comerciales, financieras o económicas adversas probablemente perjudicarían la capacidad o voluntad de pago de intereses y principal. La categoría de calificación B se utiliza también para deuda subordinada a una deuda senior a la que se le ha asignado una calificación expresa o implícita BB o BB-.

---

[6] Standard & Poor's, "Corporate Finance Criteria", New York 1996, pp. 19-21.

- CCC.- La deuda con esta calificación, tiene ya una posibilidad identificada de impago, y depende de condiciones comerciales, financieras y económicas favorables para satisfacer de forma puntual el pago de intereses y principal. En caso de condiciones comerciales, financieras o económicas adversas es probable que no tenga capacidad de pago de intereses y principal. La categoría de calificación CCC se aplica también a deudas subordinadas a una deuda senior a la que se le ha asignado una calificación expresa de B o B-.
- CC.- Esta calificación típicamente se aplica a deuda subordinada a una deuda senior a la que se le ha asignado una calificación CCC de forma expresa o implícita.
- C.- Esta calificación se aplica normalmente a deuda subordinada a una deuda senior a la que se le ha asignado una calificación de deuda CCC- de forma expresa o implícita. La calificación C puede utilizarse para designar aquellas situaciones en las que se ha solicitado o iniciado un proceso de quiebra, pero que se mantiene en los servicios de pago de intereses de la deuda.
- C1.- Se reserva para los Bonos de Ingreso sobre los cuales no se han pagado los intereses.
- D.- La calificación de deuda D se halla en situación de impago. Esta calificación se utiliza cuando el pago de intereses y principal no se han realizado puntualmente, aún cuando el periodo de gracia correspondiente no haya expirado, a menos que S&P crea que dichos pagos se satisfacerán dentro de dicho periodo de gracia. Esta calificación se aplica también en caso de declaración de quiebra, si peligran los pagos del servicio de la deuda.

S&P también utiliza Mas (+) ó Menos (-).- Las calificaciones comprendidas entre las categorías AA y CCC podrían modificarse mediante la adición de un signo positivo o negativo que indica su posición relativa dentro de las principales categorías de calificación.

S&P incluye también la letra P.- La letra P indica que la calificación es provisional. Una calificación provisional presupone la exitosa conclusión de un proyecto que está

siendo financiado con la emisión de la deuda calificada. También indica que el pago del servicio de la deuda, incluido el principal, depende en gran parte, si no es que en su totalidad, de la exitosa y oportuna terminación del proyecto.

Esta calificación que como se ha mencionado se refiere a la calidad crediticia de una emisión, como si el proyecto se hubiere concluido con éxito, no hace referencia o comentario alguno sobre la posibilidad o riesgo de impago con motivo de que el proyecto fracase en su terminación, por lo tanto el inversionista deberá evaluar y ejercer su propio juicio respecto a la probabilidad y riesgo que exista de que el proyecto no se concluya de la manera prevista.

S&P agrega la letra r.- La letra r se añade a una calificación para resaltar el hecho de que en cierto tipo de emisiones híbridas, derivados, etc., S&P considera que pudiera existir una gran volatilidad o variabilidad en los retornos esperados, debido a riesgos no crediticios. Ejemplos de estas obligaciones podrían ser: emisiones de deuda en donde el pago de intereses o principal se encuentren indizados a acciones, bienes o divisas, algunos tipos de swaps u opciones, cuando solamente el interés o el principal tengan garantía hipotecaria. El hecho de que no se añada el símbolo r a una calificación, no significa que la emisión correspondiente esté totalmente exenta de alguna volatilidad ó variabilidad en su retorno total.

N.R..- Significa que no ha sido calificada.

Las emisiones colocadas fuera del territorio de los Estados Unidos de América, se califican con los mismos criterios y metodología aplicados para las emisiones domésticas. La calificación mide la calidad crediticia del emisor sin tomar en cuenta el riesgo cambiario, transferibilidad de recursos o cualquier otra circunstancia que se le relaciona.

De acuerdo con las normas actuales sobre banca comercial en Estados Unidos[7] el Contralor Monetario -Comptroller of the Currency-, indica que las obligaciones calificadas con las cuatro categorías máximas (AAA, AA, A, BBB, conocidas normalmente como calificaciones de "categoría de inversión") se consideran normalmente como adecuadas para la inversión bancaria.

[7] Standard & Poor's, "Sovereign Rating Methodology", New York 1994, pp. 18.

Además, la legislación de diversos Estados que rigen las inversiones legales impone ciertas calificaciones u otras normas para obligaciones adecuadas para inversión por parte de las cajas de ahorro, instituciones fiduciarias, compañías de seguros y fiduciarios en general.

Por último, la perspectiva de la calificación de STANDARD & POOR´s evalúa la posible dirección que puede tomar a mediano y largo plazo la calificación de deuda de un emisor.

Para determinar una perspectiva de calificación se toman en cuenta cambios en el entorno económico y en las condiciones fundamentales del negocio. Una perspectiva no es necesariamente un precursor de un cambio de calificación o de una acción futura en relación con el listado de Revisión Especial. Existen básicamente tres perspectivas:

- Positiva.- Indica que la calificación pudiera subir.
- Negativa.- Indica que la calificación pudiera bajar.
- Estable.- Indica que no se visualizan posibles cambios.

4.- Definición de las Calificaciones de Deuda de la Escala CAVAL.

Una calificación de deuda de STANDARD & POOR´s en su escala CAVAL[8], es la expresión de una opinión acerca de la probabilidad y riesgo relativo, de la capacidad e intención de un emisor de un título de crédito colocado en el Mercado de Valores de México, de efectuar su pago precisamente en el plazo acordado.

La evaluación puede tomar en consideración a deudores conexos como lo son garantes, seguros y fianzas o arrendatarios. Al referirse las calificaciones de la escala CAVAL de STANDARD & POOR´s a deuda emitida en pesos mexicanos en el mercado doméstico, no incluyen el concepto de riesgo soberano[9] y por consiguiente de la convertibilidad y transferibilidad de divisas, por lo que tampoco son directamente equiparables a las calificaciones internacionales de STANDARD & POOR´s.

Tal opinión se basa en el análisis, dentro de un esquema consistente tanto de

---

[8] Standard & Poor´s, "Calificaciones y Comentarios", México, Julio de 1996, pp. 29.

[9] Standard & Poor´s, "Sovereign Rating Methodology", New York 1994, pp. 5.

elementos cuantitativos como cualitativos. Dicho análisis comprende el estudio de razones y proyecciones financieras así como el entorno económico de la empresa, su posición competitiva, desarrollo de productos, administración y estrategias, etc., todo ello de acuerdo al tipo y plazo de la emisión de deuda de que se trate y de las garantías que la respalden.

Las calificaciones se han establecido dentro de una escala con diversos grados observando las siguientes consideraciones[10]:

•La probabilidad relativa en el mercado de valores mexicano de incumplimiento de pago de una emisión de deuda.

•La calificación evalúa la capacidad y voluntad de un emisor para cumplir oportunamente con el pago de intereses y principal de la deuda que haya emitido de acuerdo con los términos y condiciones de la emisión.

•La naturaleza, características y provisiones de la obligación.

•La protección existente y la relativa posición de la obligación, respecto a circunstancias de declaración de quiebra, fusiones, reorganizaciones o cualquier otro evento que pudiera surgir en el desempeño de la actividad del emisor, o de cualquier Ley u ordenamiento que pudieran afectar los derechos del acreedor.

La probabilidad de que ocurra un incumplimiento de pago de la deuda emitida se contempla en la calificación otorgada a la deuda senior o principal del emisor y en el caso de que no existiera ésta se procederá a determinarla.

Generalmente a la deuda subordinada se le califica por abajo de la senior o principal, para de esta manera destacar la posición de desventaja relativa de este tipo de obligación en el caso de quiebra o incumplimiento oportuno de pagos. Un tratamiento similar se da a las emisiones quirografarias de deuda, cuando existe al mismo tiempo una alta proporción de deuda emitida con garantías.

Como ya se indicó anteriormente, las calificaciones de la escala CAVAL de STANDARD & POOR´s se refieren al riesgo de crédito relativo de las emisiones de deuda en pesos mexicanos en el mercado doméstico, por consiguiente no incluyen el

---

[10] Standard & Poor´s, "Calificaciones y Comentarios", México, Julio de 1996, pp. 31-32.

concepto de riesgo soberano, ni los de convertibilidad y transferibilidad de divisas.

Para distinguirlas de las calificaciones internacionales de STANDARD & POOR´s se les ha agregado el prefijo de " mx ", asimismo existen dos categorías: A) De largo plazo y; B) De corto plazo.

A) Categorías de Calificación de Deuda de Largo Plazo de la Escala de CAVAL[11].

Aplicable a emisiones de deuda con un plazo mayor a un año:

- mxAAA.- La deuda con esta calificación, que es el grado más alto que otorga STANDARD & POOR´s, en su escala CAVAL, indica que la capacidad de pago, tanto de intereses como del principal, es sustancialmente fuerte.
- mxAA.- La deuda con esta calificación, tiene una muy fuerte capacidad de pago tanto de intereses como de principal y difiere tan solo en un pequeño grado de las calificaciones con la máxima categoría.
- mxA.- La deuda con esta calificación, tiene una fuerte capacidad de pago tanto de intereses como principal, aún cuando es más susceptible a efectos adversos por cambios circunstanciales o de las condiciones de la economía que la deuda calificada en las categorías superiores.
- mxBBB.- La deuda con esta calificación, se considera que tiene una adecuada capacidad de pago tanto de intereses como del principal. Normalmente contempla parámetros de protección adecuados pero, condiciones económicas adversas o cambios circunstanciales podrían conllevar a un debilitamiento de la capacidad de pago.
- mxBB.- La deuda con esta calificación, tiene la menor vulnerabilidad de incurrir en incumplimiento de pagos en el corto plazo que cualquiera de las demás categorías consideradas como de alto riesgo o grado de no inversión. Sin embargo, enfrenta mayor incertidumbre o exposición de riesgo a circunstancias adversas financieras, del negocio o de la economía que pudieran provocar una inadecuada capacidad de pago oportuno tanto de intereses como de principal que en el de las categorías superiores.

---

[11] Standard & Poor´s, "Calificaciones y Comentarios", México, Julio de 1996, pp. 33-34.

- mxB.- La deuda con esta calificación, presenta una mayor vulnerabilidad de incurrir en incumplimiento de pagos aún cuando en el presente tenga la suficiente capacidad para hacer frente a sus compromisos de pagos de interés y amortización del principal. Condiciones adversas del negocio, financieras o en la economía, podrían deteriorar su capacidad o voluntad de pagos.
- mxCCC.- La deuda con esta calificación, contempla una identificada posibilidad de incumplimiento de pago y depende de condiciones favorables tanto del negocio, como financieras o de la economía para poder cumplir oportunamente con sus compromisos de pagos de intereses y principal. En el caso de que se presentaran condiciones adversas en el negocio, financieras o de la economía, lo más factible sería que no contara con la capacidad de hacer frente a sus obligaciones de pago de intereses o principal.
- mxCC.- Esta calificación típicamente se aplica a la deuda subordinada de un emisor cuya, deuda senior o principal tenga una calificación explícita o implícita de mxCCC.
- mxD.- Se le aplica esta calificación a aquellas emisiones de deuda que hayan incurrido en incumplimiento de pagos de intereses o principal o que el emisor se haya declarado en quiebra. Esta calificación también se aplica cuando los pagos no se hayan efectuado oportunamente, aún cuando existiera algún periodo de gracia que no se haya cumplido, a no ser que STANDARD & POOR´s tenga la certeza de que se puedan cubrir antes de finalice dicho periodo de gracia.

Las categorías comprendidas de mxAA a mxB podrán ser modificadas agregándoles el signo de más (+) para destacar su relativa fortaleza dentro de cada una de ellas. Asimismo, queda establecido que la deuda calificada en mxBB, mxB, mxCCC y mxCC, se considera que cuenta con características de mayor incertidumbre o riesgo respecto de la capacidad de pago tanto de intereses como del principal. Dentro de éstas, la mxBB contempla el menor grado de riesgo, mientras que mxCC implica el mayor grado de riesgo.

Aún cuando la deuda calificada en estas categorías pudiera tener algunas características de protección y aspectos de calidad, éstas son superadas por la

incertidumbre o la mayor exposición de riesgo a condiciones cambiantes.

Aunado a lo anterior, S&P evalúa la tendencia potencial que pudiera tener una calificación, generalmente en un periodo de uno a tres años. Para determinar una perspectiva de calificación se toman en cuenta cambios en el entorno económico y en las condiciones fundamentales del negocio. La perspectiva no implica necesariamente un futuro cambio de calificación y esta puede ser:

- Positiva.- Indica que la calificación pudiera subir.
- Negativa.- Indica que la calificación pudiera bajar.
- Estable.- Indica que no se visualizan posibles cambios.
- En Desarrollo.- Indica que la calificación puede subir o bajar.

Por último, una emisión se considera en Revisión Especial para señalar que determinado evento o tendencia de corto plazo ameritan un seguimiento especial. El que una emisión figure en el Listado de Revisión Especial no significa necesariamente un cambio en la calificación correspondiente. Ello dependerá finalmente del análisis que se efectúe. La Revisión Especial incluye uno de tres indicadores de la tendencia potencial de un cambio en la calificación:

- Positiva.- Cuando se espera que la calificación pudiera subir.
- Negativa.- Cuando se espera que la calificación puede bajar.
- En Desarrollo.- Cuando pudiera darse cualquiera de las dos anteriores.

B) Categorías de Calificación de Deuda de Corto Plazo de la Escala CAVAL[12].

Aplicable a emisiones de deuda con un plazo menor a un año.

- mxA-1.- Esta designación que es la más alta categoría de la escala CAVAL, indica un fuerte grado de seguridad respecto del pago oportuno de intereses y principal. En caso de deuda emitida en la que se llegara a determinar que posee extraordinarias características sobre el grado de seguridad de pago oportuno, se indicará tal circunstancia agregando a la calificación un signo de más (+).

[12] Standard & Poor's, "Calificaciones y Comentarios", México, Julio de 1996, pp. 35-37.

- mxA-2.- Indica que la capacidad de pago oportuno de intereses y principal es satisfactoria. Sin embargo, el grado relativo de seguridad no es tan elevado como el de las emisiones comprendidas en la categoría mxA-1.
- mxA-3.- Las emisiones comprendidas en esta categoría tienen una adecuada capacidad de pago oportuno tanto de intereses como de principal. Sin embargo, son más vulnerables a los efectos adversos de cambios circunstanciales que las emisiones calificadas en las categorías superiores.
- mxB.- Las emisiones de deuda de corto plazo con esta calificación son las que se considera que contemplan una mayor incertidumbre o exposición de riesgo a circunstancias adversas financieras, del negocio o de la economía que pudieran provocar una inadecuada capacidad de pago oportuno tanto de intereses como del principal.
- mxC- Esta calificación se asigna a las emisiones de deuda de corto plazo con una dudosa capacidad oportuna de pago de intereses y principal.
- mxD.- Esta calificación indica que la emisión de deuda de corto plazo ha incurrido en un incumplimiento de pago.

CAPÍTULO V.- La Inversión De Portafolio En El Mercado Financiero Mexicano 1990-1995.

1.- Introducción.

Diversos son los factores que explican el creciente flujo de capital extranjero hacia México desde el inicio de la década de los noventa (en adelante la llamaremos "Inversión de Portafolio", dado que se canalizó en su gran mayoría al ámbito financiero - mercado de dinero y mercado de capitales- y no al ámbito productivo), sin embargo, se pueden distinguir tanto factores externos como factores internos que explican este fenómeno.

Los factores externos que impulsaron el flujo de capitales hacia México se relacionan con el proceso de bursatilización e innovación financiera en Estados Unidos y con la participación de las instituciones no bancarias en la intermediación financiera de ese país, las cuales canalizaron crecientes montos de recursos hacia México provenientes de Inversionistas Institucionales.

Asimismo, el descenso de las tasas de interés en Mercado de Dinero de Estados Unidos (particularmente los depósitos a tres meses), que pasó de un 10.5% en abril de 1989 a un 3.1% en mayo de 1993, fue uno de los factores más importantes para la diversificación de su portafolio de inversión y, por consiguiente, reorientaron los flujos de capital hacia mercados con un alto potencial de rendimiento, entre ellos México.

Cabe señalar que las agencias calificadoras más grandes de Estados Unidos (Moody´s y Standard & Poor´s) jugaron un papel preponderante tanto en la reorientación como en la diversificación de los Inversionistas Institucionales en nuestro país.

Entre los factores internos que contribuyeron al auge del flujo de capitales hacia el mercado mexicano se encuentran: la renegociación de la deuda externa, el proceso de privatización de empresas paraestatales y banca nacionalizada, la desregulación del mercado de valores en materia de inversión extranjera y la flexibilización del marco legal para la inversión extranjera directa (algunos de estos puntos se analizaron en el capítulo primero), la oferta de diversos instrumentos de inversión, acciones y obligaciones con altas expectativas de rendimiento, por parte de grandes empresas con perspectivas de crecimiento.

De manera general estos son los elementos que explican el auge del flujo de Inversión de Portafolio que México experimentó desde 1990, sin embargo, en el presente capítulo se examinarán fundamentalmente algunos de los factores internos y externos arriba mencionados, con el objetivo de especificar los mercados nacionales donde se canalizaron estos flujos y cuál fue su comportamiento en el periodo 1990-1995.

Asimismo, se hará mención de los intermediarios extranjeros que participaron tanto en la colocación de Acciones, Bonos y Eurobonos de entidades mexicanas en los mercados internacionales.

2.- La Renegociación de la Deuda Externa Mexicana y la Emisión Internacional de Deuda Pública y Privada.

Sin duda, uno de los factores que influyó de manera determinante para que México regresara a los mercados internacionales de capital fue la renegociación de su deuda externa en 1989. Sin embargo, es necesario entender por qué surge la crisis de la deuda de 1982 y las repercusiones que de ella se derivan, así como las dos renegociaciones previas a las de 1989 las cuales a continuación se comentan de manera general.

En efecto, la crisis financiera de 1982 inicia con el deterioro de los términos de intercambio hacia mediados de 1981, provocado principalmente por la caída en el precio internacional del petróleo y por el alza de las tasas de interés mundiales. Después de la devaluación de febrero de 1982, el peso estuvo sometido a una fuerte especulación que fue acelerada por una fuga masiva de capitales.

Sin embargo, la crisis se desencadenó el 20 de agosto de ese mismo año, cuando la Secretaría de Hacienda solicitó a los acreedores de la banca comercial de México una moratoria de tres meses para los pagos del principal, así como la integración de un Comité Asesor de Bancos para estudiar y llegar a una solución negociada. Entre esa fecha y diciembre, México acumularía un retraso de 8 mil millones de dólares en pagos del principal de la deuda del sector público[1]. Esta es la fecha en que nuestro país abandona

[1] Pedro Aspe Armella, " El Camino Mexicano de la Transformación Económica ", Ed. Fondo de Cultura Económica, México 1993, pp. 117.

los mercados internacionales de capital.

En estas circunstancias se realiza la renegociación de la deuda de 1982-1983, la cual tuvo como objetivo central resolver la posibilidad de un incumplimiento inmediato en los pagos, sin hacer referencia al problema fundamental de la carga de la deuda. Así, el paquete financiero derivado del convenio con el Comité Asesor de Bancos y las instituciones financieras internacionales, consideró básicamente tres elementos[2]:

1.- Recalendarización de todos los pagos vencidos o por vencer entre agosto de 1982 y diciembre de 1984, que debían cubrirse en un periodo de ocho años a un costo de Libor más 1 7/8 ó Prime más 1 3/4, a elección de la banca comercial.

2.- El financiamiento adicional canalizado mediante un convenio stand-by del FMI y la concertación de un préstamo sindicado con más de 500 bancos por un monto de 5,000 millones de dólares, por un periodo de seis años a una tasa de Libor más 2 ½ ó de Prime más 2 1/8.

3.- Dado que el gobierno decidió no asumir la deuda externa privada y los deudores no recibirían subsidio alguno para saldar sus obligaciones externas, las autoridades financieras tomaron la decisión de establecer un mecanismo para alentar el proceso de reestructuración. Este mecanismo –que se llamó Ficorca- ofrecería cobertura para los riesgos cambiarios en relación con los pagos del principal e intereses que serían recalendarizados.

El desplome del precio internacional del petróleo en 1986 hizo surgir nuevas y muy serias dificultades para pagar la deuda externa, por lo que México pidió a los organismos internacionales realizar la renegociación de la deuda de 1986. Esta renegociación compartió básicamente los mismos elementos del convenio anterior, sin embargo, esta vez el componente de "dinero fresco" sería por un monto de 14,000 millones de dólares, se reestructuró el saldo de la deuda pendiente de pago con los bancos comerciales y el Club de París. El convenio con los bancos acreedores (firmado en marzo de 1987) recalendarizó los pagos de amortización de 43,700 millones de dólares del

---

[2] Pedro Aspe Armella, "El Camino de la Transformación Económica de México", Ed. Fondo de Cultura Económica, México 1993, pp. 118.

principal a 20 años a un costo de Libor más 13/16[3].

Aún cuando estas dos renegociaciones permitieron que el país siguiera cumpliendo con el servicio de la deuda externa, se puso de manifiesto que el problema de México no era de flujo de efectivo, sino que la carga de la deuda imponía limitaciones sobre el potencial de crecimiento de la nación. Por ello, Carlos Salinas de Gortari alineado a la iniciativa de Brady da inicio, a la renegociación de la deuda externa de 1989 de conformidad con cuatro criterios básicos[4]:

- Reducción inmediata del saldo de la deuda.
- Reducción a largo plazo en la carga de la deuda externa definida en términos de la razón deuda/ PIB.
- Reducción en la transferencia neta de recursos al exterior.
- Arreglo multianual que eliminaría la incertidumbre de renegociaciones recurrentes.

Este proceso se realizó en dos etapas. La primera incluiría un paquete financiero con las organizaciones financieras internacionales y con el Club de París, con el propósito de eliminar las transferencias netas a esas entidades mediante "recursos frescos" contratados sobre una base multianual. La segunda etapa consistiría en una operación de reducción de deuda en gran escala con los bancos comerciales.

El 26 de mayo de 1989, se suscribió finalmente el convenio de Facilidad Ampliada con el FMI. La característica más importante fue que además de los recursos que se recibirían (4,135 millones de dólares durante tres años), la institución reconocía la necesidad de efectuar operaciones para reducir la deuda y contraía el compromiso de constituir una reserva de recursos adicionales que serían utilizados en garantía de dichas operaciones. El 30 de mayo, México llegó a un acuerdo con el Club de París para reestructurar los créditos a corto plazo y obtener nuevas líneas de crédito para la exportación por 2,000 millones de dólares al año hasta 1992.

Finalmente, se llegó a un acuerdo con el Banco Mundial para otorgar créditos anuales por 2,000 millones de dólares en el periodo 1990-1992. El propio banco haría

---

[3] Pedro Aspe Armella, op. cit., pp. 119.

[4] Pedro Aspe Armella, , "El Camino de la Transformación Económica de México", Ed. Fondo de Cultura Económica, México 1993, pp. 122-123.

también una reserva de recursos para las operaciones de reducción de deuda que serían superiores a los proporcionados por el FMI. En este mismo periodo México realizó -con la misma línea que con el FMI y el Banco Mundial- negociaciones con los más de 500 bancos comerciales representados por el Comité Asesor de Bancos[5].

El resultado directo del paquete negociado con los bancos comerciales fue de 7,190 millones de dólares de reducción en el principal y una disminución de las transferencias netas de recursos por 4,000 millones de dólares al año en promedio entre 1990 y 1994.

En síntesis, el proceso de renegociación de la deuda externa mexicana, que inició en agosto de 1982 y culminó en febrero de 1990, permitió el reingreso del país a los mercados internacionales de capital, lo cual se tradujo en la obtención de financiamiento externo voluntario para las entidades públicas y privadas.

Este fue el resultado de las negociaciones que México realizó tanto con el Banco Mundial, el FMI y más de 500 bancos comerciales extranjeros, ya que al seguir los lineamientos de Política Económica trazados por estos organismos internacionales se generaba (para los inversionistas extranjeros) un clima más favorable y por consiguiente las expectativas de crecimiento de nuestra economía eran mayores.

La evidencia empírica demuestra el cambio en la percepción del Riesgo-País México, ya que en el periodo de 1982-1988 ninguna entidad pública ó privada obtuvo financiamiento externo en los mercados internacionales.

Sin embargo, a partir de 1989 se inicia el auge en la colocación de deuda en los mercados voluntarios de capital (cabe señalar que la emisión de deuda se realizó a través de instrumentos tales como: Eurobonos, Bonos, Europagarés, Pagarés, Certificados de Depósito, Eurocertificados de Depósito Convertibles, etc.).

En este sentido, la primera entidad pública en realizar una colocación fue Bancomext, que en junio de 1989 emitió Bonos por un monto de 100 millones de dólares. Por su parte, Cemex colocó 150 millones de dólares en Pagarés Garantizados en octubre (fueron las únicas emisiones realizadas ese año).

---

[5] Pedro Aspe Armella, "El Camino de la Transformación Económica de México", Ed. Fondo de Cultura Económica, México 1993, pp. 123-124.

Para el periodo 1990-1992 la información estadística encontrada no fue lo suficientemente abundante, pues los emisores de deuda en mercados internacionales se reservaban el derecho de publicar o no su emisión y desafortunadamente no existe un historial para estos años.

Sin embargo, en este lapso se realizaron 19 emisiones de las cuales se obtuvieron 2,395 millones de dólares, 500 millones de Australian Schillings, 400 millones de Marcos y 10 billones de Pesetas. Todas las entidades públicas participaron de estas emisiones (Estados Unidos Mexicanos –EUM- o United Mexican States –UMS por sus siglas en ingles-, Pemex, Nafin y Bancomext), sin embargo, lo más importante a destacar es que sólo Cemex y Telmex fueron las únicas empresas en colocar deuda y el monto que obtuvieron fue del orden de 60.3% del monto total en dólares (Cemex participó con 725 millones de dólares -30.2%- y Telmex participó con 720 millones de dólares -30.1%-)[6].

Otras fuentes aseguran que el monto obtenido en dólares fue mayor, ya que los flujos anuales fueron para 1990 de 600 millones de dólares, para 1991 de 1,795 y para 1992 de 7,240 (para 1993 fue de 5,770, y para 1994 de 4,900 millones de dólares)[7].

Aún cuando estos datos no nos permiten apreciar el fenómeno en toda su magnitud, un análisis del periodo 1993-1995 muestra claramente el apetito por parte de los intermediarios financieros internacionales hacia las emisoras mexicanas.

En efecto, en este periodo se realizaron colocaciones por un monto de 18,720 millones de dólares, así, en 1993 se efectuaron 66 emisiones de las cuales se obtuvieron 8,229 millones de dólares, 45 billones de yenes (alrededor de 450 millones de dólares) y 280 millones de marcos alemanes (aproximadamente 193 millones de dólares). Cabe señalar que este es el año con el mayor número de emisiones realizadas y mayor monto obtenido (ver cuadro 1).

Para 1994 hubo 28 nuevas emisiones de las cuales se captó un monto de 6,325 millones de dólares y 300 millones de marcos alemanes (cerca de 206 millones de

---

[6] La información fue obtenida del sistema informativo REUTER, sin embargo, las comparaciones realizadas son propias.

[7] Latin Finance, " Heridas Pasajeras: Emisores torean nuevas oportunidades ", México, Noviembre de 1994, pp. 17-18.

dólares). En 1995 sólo se registraron 16 emisiones por un monto de 4,166 millones de dólares, 173 billones de yenes (alrededor de 1,730 millones de dólares) y 1,250 millones de marcos alemanes (casi 862 millones de dólares).

En este mismo lapso, cinco intermediarios internacionales (J.P. Morgan, Citibank, Goldman Sachs, Chemical Bank y CS First Boston) participaron con 8,579 millones de dólares, es decir, el 45% de toda la deuda emitida en estos tres años (ver cuadro 2).

La distribución sectorial nos muestra que no había discriminación alguna por parte de los intermediarios pues incursionaron empresas de todos los sectores (ver cuadro 3), sin embargo, entre las más destacadas (sin considerar las entidades públicas) encontramos a Cemex con una participación de 9.4% de toda la deuda listada, Bancomer con una participación de 5.1%, Ica con una participación de 3.7% y Banamex con el 2.5%.

En otras palabras, cuatro entidades privadas tuvieron una participación del orden del 20.7% de toda la deuda contraída en dólares, además, sólo dos empresas obtuvieron financiamiento en otra moneda diferente al dólar, Apasco obtuvo financiamiento en marcos alemanes y Banamex en yenes japoneses.

Es importante resaltar el hecho de que el 95% de los recursos obtenidos en monedas diferentes al dólar se canalizaron a entidades públicas incluido el gobierno mexicano. En lo que se refiere a la procedencia de los intermediarios, los estadounidenses participaron en un 90% de todas las emisiones de empresas ó bancos, de igual forma tuvieron una activa participación en el financiamiento a entidades públicas seguidos en importancia por intermediarios Europeos y Asiáticos (quienes canalizaron en su gran mayoría recursos a entidades públicas).

Como se puede apreciar, efectivamente la renegociación de la deuda externa fue uno de los factores que propició un cambio importante en la percepción del Riesgo-México por parte de los inversionistas en los mercados internacionales de deuda, muestra de ello fue tanto el número creciente de colocaciones (en 1989 fueron únicamente dos, pero para 1993 se registraron 66 nuevas emisiones) como del monto obtenido de ellas (en 1989 se captaron tan sólo 250 millones de dólares, pero para 1993 esta cantidad fue del orden de 8,229). Cabe señalar que la participación de los intermediarios colocadores fue

muy activa, aunque sobresalen la de Estados Unidos seguida de la Europea y la Asiática.

3.- Inversión Extranjera en Mercado de Dinero 1990-1995.

Otra modalidad de la Inversión de Portafolio fue aquella que se canalizó hacia el Mercado de Dinero nacional definido como aquél en el que las empresas y entidades gubernamentales son capaces de satisfacer sus necesidades de liquidez a corto plazo, mediante la emisión de instrumentos de financiamiento que puedan colocarse directamente entre el público inversionista[8].

En este mercado aún cuando existían toda una gama de instrumentos[9], los inversionistas extranjeros mostraron desde un principio mas inclinación hacia algunas alternativas en particular (en términos generales estas preferencias estuvieron en función de la estabilidad tanto de las tasas de interés internas y externas, como de la estabilidad del tipo de cambio y la mayor exposición al Riesgo-México) tales como los CETES, los AJUSTABONOS y en menor medida en BONDES, esto fue muy claro en esta primera etapa que comprende desde 1990 hasta principios de 1994, ya que desde el primer trimestre de ese año (segunda etapa) por eventos internos y externos cambiaron drásticamente su portafolio de inversión hacia los TESOBONOS.

Ahora bien, uno de los factores determinantes para que los inversionistas extranjeros canalizaran sus recursos a nuestro país fue el comportamiento de las tasas de interés, particularmente en Estados Unidos. La evidencia muestra que se dio un cambio de tendencia a partir del inicio de 1990, cuando las tasas registraron un nivel máximo de casi 9% en el primer trimestre de ese año.

En efecto, la percepción de las corredurías extranjeras sobre este cambio de

[8] Bolsa Mexicana de Valores, " Mercado de Dinero ", México, Marzo de 1989, pp. 5.

[9] La Ley del Mercado de Valores reconoce dos tipos o clases de instrumentos de deuda que deben inscribirse en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios: aquellos que se inscriben en la sección de valores y los que deben de inscribirse en la sección especial. La diferencia fundamental entre ellos consiste en que los primeros son valores de deuda nacional emitidos por emisoras nacionales, y los segundos se reconocen como valores extranjeros emitidos por emisoras nacionales. En este sentido, los inversionistas extranjeros pueden accesar al mercado mexicano de deuda através tanto de instrumentos emitidos para el mercado local, como para los mercados internacionales. Para una mayor información ver Instituto del Mercado de Valores " Ley del Mercado de Valores ", Ed. IMERVAL, México 1993, pp. 443-452.

tendencia, las motivó a diversificar su portafolio de inversión y canalizar montos crecientes de inversión hacia México en la medida en que las tasas de interés de corto plazo (de Estados Unidos) continuaban a la baja. Así por ejemplo, en 1990 cuando las tasas se encontraban en el nivel más alto de este periodo (cerca del 9%) la inversión total en mercado de dinero fue tan solo de aproximadamente 2,000 millones de dólares[10] (ver gráfica 1).

Por otra parte, cuando las tasas registraron su nivel más bajo en marzo de 1993 al ubicarse en niveles cercanos al 3%, la inversión total para mercado de dinero ascendió a 18,506 millones de dólares, lo cual se traduce en un crecimiento sin precedente del orden del 825%. Cabe señalar que su nivel más alto se registró en febrero de 1994 al contabilizar 25,095 millones de dólares, en ese momento las tasas de interés ya se ubicaban en 3.9%.

Es muy importante aclarar, que en estos momentos aún no se presenta el proceso de sustitución de CETES por TESOBONOS, y que en esta fecha –marzo de 1993- es cuando se alcanza el nivel más alto de inversión extranjera en CETES en todo el periodo de estudio. Si bien posteriormente observaremos que el monto total de inversión extranjera en Mercado de Dinero es más elevado, esto se debe a que los inversionistas institucionales estuvieron cambiando todas sus posiciones a TESOBONOS, en contraposición de los demás instrumentos de inversión.

El hecho de que aún cuando las tasas de interés en Estados Unidos manifestaran un repunte de casi 90 puntos base y se alcanzara el nivel más elevado de inversión extranjera en Mercado de Dinero, nos indica claramente la confianza que tenían los inversionistas extranjeros hacia México, pues los niveles de rentabilidad aún eran altos. Esta confianza tenía como respaldo factores internos tales como medidas de Política Económica impuestas por el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial.

Ahora bien, al analizar la participación por instrumento de 1991 a febrero de 1994, que es la fecha en que se registra el nivel máximo de inversión en CETES de todo el periodo de estudio, su comportamiento es como sigue (ver gráfica 2).

---

[10] Datos proporcionados por el Sistema Informativo INFOSEL.

En lo referente a los CETES, desde que se inició el flujo de capitales este instrumento siempre mantuvo la mayor participación porcentual de toda la Inversión de Portafolio en el mercado. Así por ejemplo, en 1991 registró el 54.1% del total, para 1992 subió a 64.3%, para 1993 fue de 69.9% y el nivel máximo (después de registrar altibajos en enero de ese año) fue en febrero de 1994 al ubicarse en 70.1%.

Ahora bien, si consideramos que en 1991 el monto registrado fue de 1,819 millones de dólares y para febrero de 1994 ascendía a 17,552, esto se traduce en un crecimiento explosivo del orden de 864%. Cabe señalar que su nivel más bajo fue en enero de 1995 al ubicarse en 2,764 millones de dólares lo cual se traduce una caída del orden de 84% medido desde su nivel más alto (ver cuadro 4).

Como lo muestran estos datos, efectivamente por sus características y bajo nivel de exposición al riesgo de insolvencia (ya que el Gobierno Federal es quien respalda las emisiones), además de ser una modificación adaptada a la situación particular de México de los Treasury Bills del mercado norteamericano, los CETES[11] fueron el instrumento ideal para estos inversionistas, ya que en teoría contienen uno de los elementos más apreciados por los inversionistas en los mercados internacionales: la determinación de las tasas de interés por las "Libres Fuerzas del Mercado", lo que implica que las tasas están en función de la oferta y la demanda prevalecientes en cada emisión.

El segundo instrumento con mayor participación en este periodo fue el AJUSTABONO[12], el cual se define como título de crédito donde se consigna la obligación del Gobierno Federal de pagar una suma de dinero a su vencimiento, siendo ésta la que resulte de reconocer la variación del Índice Nacional de Precios al Consumidor en el Valor Nominal, por lo que la tasa que paga es una tasa real.

En realidad, los AJUSTABONOS nunca llegaron a ser una verdadera alternativa para los inversionistas extranjeros, ya que si bien en el inicio participaron con el 27.7% de la inversión total en mercado de dinero, en la medida en que la inversión total se

[11] Para una explicación detallada sobre los CETES se puede consultar a Martín Marmolejo " Inversiones: Práctica, Metodología, Estrategia y Filosofía ", Ed. IMEF, México 1989, Sexta Edición, pp. 369-397.

[12] Para una explicación detallada de AJUSTABONOS consulte la obra publicada por el Instituto del Mercado de Valores, " Prácticas Bursátiles ". Ed. IMERVAL, México 1993, pp. 80 y 111.

incrementaba (particularmente hacia los CETES), no lo hacían en la misma proporción con este instrumento.

De esta forma para 1992 su participación porcentual bajo a 25.5%, para 1993 retrocedió nuevamente al ubicarse en 20%. Para febrero de 1994 cuando se registraba el nivel más alto de la inversión extranjera total, la participación en los AJUSTABONOS era de sólo el 19.7%. El monto máximo se registró en junio de 1993 al contabilizar 5,285 millones de dólares, sin embargo para enero de 1995 tan sólo registraba 455 millones de dólares, lo que mostraba una baja de 91.3%.

En lo que respecta a los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal, estos nunca fueron atractivos para este tipo de inversionistas por sus propias características, pues los BONDES[13] son títulos de crédito a largo plazo denominados en moneda nacional y la tasa de interés que paga es la que resulte mayor entre CETES a un mes ó Pagarés con Rendimiento Liquidable al Vencimiento a plazo de un mes.

Bajo esta óptica era más redituable y menos riesgoso invertir en CETES ya que además los BONDES no tenían gran liquidez en mercado secundario mientras que los CETES son los instrumentos de mayor liquidez en mercado de dinero. El desempeño que tuvieron en este periodo fue más bien representativo pues en promedio llegaron a representar 5% y el monto máximo que llegaron a captar fue de 2,508 millones de dólares en junio de 1993, pero para enero de 1995 tan sólo contabilizaban 15 millones, es decir, casi desapareció al bajar 99%.

En suma, en esta primera etapa, que podemos considerarla como de "Boom" en la captación de Inversión de Portafolio (sin considerar a la inversión en TESOBONOS), destacan algunos factores que impulsaron la canalización de los recursos externos hacia este mercado.

Estos factores son entre otros: cambios en la Ley del Mercado de Valores, lo cual representó un estímulo para canalizar sus activos hacia este sector; una mejor percepción del Riesgo-País México, ya que al concluir la renegociación de la deuda externa de 1989 los principales inversionistas institucionales canalizaron montos crecientes de inversión,

---

[13] Un libro de consulta con todas las características de los BONDES es el de Alfredo Díaz Mata, " Invierta en la Bolsa: Guía para Inversiones Seguras y Productivas ", Ed. Grupo Editorial Iberoamérica, México 1988, primera edición, pp. 144.

lo cual reflejaba la confianza y seguridad que sentían hacia nuestro país[14].

Sin embargo, el factor externo más importante que provocó este "Boom" fue la caída de las tasas de interés en Estados Unidos así como la calificación de BB+ que Standard & Poor´s le otorgó a la deuda soberana de México desde 1992 –ver Anexo 1-, lo cual obligó a los inversionistas internacionales a diversificar su Portafolio de Inversión en diferentes mercados emergentes entre ellos México[15].

3.1.- El Proceso de Sustitución de CETES por TESOBONOS.

Como ya hemos visto, el "Boom" sin precedente que experimentó la inversión de portafolio en el Mercado de Dinero nacional tuvo como base fundamental, una mejor percepción por parte de los inversionistas internacionales sobre el Riesgo-País México, lo cual se reflejaba en la estabilidad del tipo de cambio, en la baja de las tasas de interés internas y en la reducción de la inflación, entre otros factores . Sin embargo, el elemento esencial lo constituyó la caída de las tasas de interés en los Estados Unidos que, como ya se mencionó, se inicio desde 1990.

Estos factores sufrieron un cambio importante desde el primer día de 1994, ya que se suscitaron una serie de eventos que afectarían tanto la inversión de portafolios como su canalización hacia los diferentes instrumentos de inversión en Mercado de Dinero.

El cuatro de febrero de 1994 al realizarse la junta de mercado abierto (Federal Open Market Comitte) la Reserva Federal (FED) de Estados Unidos toma la decisión de realizar el primer incremento de sus tasas de interés (FED FUNDS) a corto plazo, lo cual no había hecho desde septiembre de 1992.

Este primer aumento fue de 25 puntos base con lo cual la tasa se ubicó en el nivel de 3.25% (en 1994 se realizaron seis incrementos en total y la tasa de interés de los

---

[14] United States General Accounting Office, "Mexico´s Financial Crisis: Origins, Awareness, Assistance, and Initial Efforts to recover", Washington D.C., February 1996, pp. 4-5.

[15] Para los grandes Inversionistas Institucionales la diversificación de su " Portafolio de Inversión " en otros mercados, es con el objetivo de maximizar sus rendimientos siempre y cuando estos tengan una situación económica y política estable lo cual sucedió en México, United States General Accounting Office, "Mexico´s Financial Crisis: Origins, Awareness, Assistance, and Initial Efforts to recover", Washington D.C., February 1996, pp. 9.

treasury bills a tres meses pasó de 3.25% a 6.50%, por su parte los FED FUNDS subieron de 3.00% a 5.50%). La percepción de un sobrecalentamiento de la economía estadounidense obligó a la FED a tomar medidas de política monetaria más restrictivas, lo cual afectó a todos los mercados financieros del mundo.

Este cambio de tendencia en las tasas de interés a nivel mundial, obligó a los inversionistas institucionales a realizar cambios en su Portafolios de Inversión en particular en los mercados emergentes.

Para el caso de nuestro país, este cambio en la percepción del Riesgo-País México por parte de los inversionistas extranjeros fue de crucial importancia, ya que si bien desde el inicio del "Boom" éstos habían invertido en instrumentos denominados en moneda local (pesos), con estos cambios decidieron invertir en instrumentos denominados en dólares. En estos momentos es cuando da inicio el proceso de sustitución de CETES por TESOBONOS (ver gráfica 3).

Así, la conjugación de factores externos -alza en las tasas de interés a nivel internacional- y aunque en menor medida factores de carácter interno -problemas de naturaleza política- obligó a los FUND MANAGERS a trasladar sus recursos invertidos en instrumentos denominados en moneda local hacia otros que proporcionarán cobertura cambiaria.

Lo pequeño del mercado mexicano sólo les permitía invertir en dos alternativas: A) PAGAFES y; B) TESOBONOS. Definitivamente optaron por invertir en TESOBONOS, la razón es muy evidente, ya que los Pagarés de la Tesorería de la Federación ó PAGAFES[16] son títulos de crédito denominados en moneda extranjera, en los cuales se consigna la obligación del Gobierno Federal de pagar una suma en moneda nacional equivalente al valor de dicha moneda extranjera, en una fecha determinada. Dicha equivalencia se calcula utilizando el tipo de cambio controlado de equilibrio publicado en el Diario Oficial de la Federación el día hábil inmediato anterior al pago.

En realidad este instrumento no proporcionaba cobertura cambiaria ya que el tipo de cambio al que estaba indexado era el controlado de equilibrio el cual diariamente se

[16] Para una explicación más amplia sobre PAGAFES consultar el prospecto explicativo de la Bolsa Mexicana de Valores, " Pagarés de la Tesorería de la Federación ", México, Abril de 1989, pp. 3.

deslizaba en la misma proporción.

En contraste, los Bonos de la Tesorería de la Federación ó TESOBONOS[17] son títulos de crédito denominados en moneda extranjera, en los cuales se consigna la obligación del Gobierno Federal de pagar, en una fecha determinada, una suma en moneda nacional, equivalente al valor de dicha moneda extranjera, calculado al tipo de cambio libre. Este es precisamente el elemento clave de su preferencia, ya que si se presentará volatilidad en el precio de la divisa, el valor de este instrumento se ajustaba automáticamente a las condiciones del mercado prevalecientes en esos momentos.

Bajo estas condiciones, si bien es cierto que los TESOBONOS en todo este periodo (1990-1993) no representaron una alternativa de inversión (ya que el premio por invertir en dólares era inferior a invertir en pesos), desde principios de 1994 registraron una demanda creciente producto de la combinación de los factores internos y externos antes mencionados.

Así, el supuesto factor detonante -el cual fue utilizado como pretexto por los inversionistas internacionales- fue el asesinato del candidato del Partido Revolucionario Institucional (PRI) a la Presidencia de la República, Luis Donaldo Colosio Murrieta, ocurrido el 23 de marzo y que coincidió con un pronunciado cambio a la alza de las tasas de interés a nivel mundial provocado por el fuerte crecimiento de la economía de Estados Unidos[18].

Un día antes del asesinato de Colosio, la Reserva Federal de Estados Unidos decidió incrementar nuevamente en 25 puntos base las tasas de interés, con lo cual los FED FUNDS se ubicaron en 3.50%.

En esta perspectiva, la demanda por TESOBONOS se incrementó de manera impresionante, ya que la inversión extranjera en 1990 fue tan sólo de 18 millones de dólares, en 1991 se incremento a 258 millones, para 1992 bajó a 197 millones y para 1993 aumento a 1,282 millones.

Cabe hacer mención que en abril y mayo de ese año –1993- la inversión en este

---

[17] Bolsa Mexicana de Valores, " Bonos de la Tesorería de la Federación ", México, Julio de 1989, pp.5.

[18] United States General Accounting Office, , "Mexico´s Financial Crisis: Origins, Awareness, Assistance, and Initial Efforts to recover", Washington D.C., February 1996, pp. 9.

instrumento fue nula, es decir, no hubo asignación por parte de Banco de México a los intermediarios financieros (Bancos y Casas de Bolsa) ya que no hubo demanda por parte de los inversionistas por lo cual el monto de este instrumento fue cero.

En 1994 esta situación presentó un cambio radical por los acontecimientos arriba citados, así tras el primer incremento en las tasas de interés en Estados Unidos (ver cuadro 5) en febrero, la inversión en TESOBONOS se ubicó en 1,838 millones de dólares. Para el mes de marzo se incrementó a 3,550 millones a raíz de un nuevo incremento de 25 puntos en los FED FUNDS con lo cual la tasa se establece en 3.50%.

Aquí es fundamental resaltar el hecho de que un día después ocurre el asesinato de Luis Donaldo Colosio candidato del PRI a la Presidencia de la República, con lo cual aumenta el temor de los inversionistas extranjeros sobre la estabilidad política y económica de México y la inversión en este instrumento de cobertura se incrementa de una manera desproporcionada (ver gráfica 4).

Un nuevo incremento de tasas ubicaba los FED FUNDS en el mes de abril en 3.75%, mientras que la inversión en TESOBONOS registró un incremento de 126% al situarse en 8,038 millones. La gran fortaleza de la economía de Estados Unidos provocó un mayor incremento de las tasas de interés en el mes de mayo, ahora de 50 puntos base, con lo que se situaron en 4.25%, en tanto la inversión en TESOBONOS se ubicó en 10,464 millones.

Durante los meses de junio y julio no hubo movimiento en las tasas, sin embargo, la inversión en esta alternativa de inversión continuó creciendo constantemente y registró 12,279 y 15,218 millones de dólares respectivamente. En el mes de agosto las tasas nuevamente registraron un incremento de 50 puntos base con lo cual el rendimiento se ubicó en 4.75%, por su parte los TESOBONOS registraron un nivel de 19,342 millones de dólares.

En el mes de septiembre las tasas no registran cambio alguno y la inversión en TESOBONOS fue del orden de 18,180 millones de dólares. Sin embargo, el día 28 de ese mes fue asesinado José Francisco Ruíz Massieu, Secretario General del PRI, lo que provocó nuevamente incertidumbre y especulación en los mercados financieros nacionales.

Para el mes de octubre las tasas de interés en Estados Unidos se mantuvieron en el mismo nivel, mientras que el monto invertido en TESOBONOS fue menor al del mes previo ya que se ubicó en los 17,401 millones de dólares.

El mes de noviembre fue una fecha histórica ya que la FED decidió incrementar los FED FUNDS en 75 puntos base y la tasa subió de 4.75% a 5.50% (un movimiento de esta magnitud no se registraba desde septiembre de 1987 cuando las tasas subieron de 6.50% a 7.25%).

Este evento fue de crucial importancia para nuestro país, ya que el Riesgo País México para los inversionistas extranjeros resultaba muy alto, -pues el premio por invertir en instrumentos locales se había reducido de manera considerable aún cuando estos fueran de cobertura cambiaria, pues su principal preocupación consistía en la liquidez que el país tuviera cuando ellos decidieran vender sus posiciones-.

Los hechos demuestran que con el alza continua que presentaron las tasas de interés, los inversionistas extranjeros decidieron colocar sus inversiones en mercados más seguros y sin riesgo (realizaron lo que en términos financieros se conoce con el nombre de "run to quality", es decir, buscar seguridad en sus inversiones), muestra de ello fue que la inversión en TESOBONOS para noviembre y diciembre fue de 18,960 y 30,355 millones de dólares respectivamente.

El incremento tan pronunciado en las tasas de interés en EE.UU. así como la reducción constante y paulatina de las reservas internacionales, fueron los elementos fundamentales para que los inversionistas extranjeros decidieran realizar una demanda extraordinaria de TESOBONOS, con lo cual este instrumento de inversión registra su máximo histórico en diciembre de 1994 al ubicarse en 30,355 millones de dólares. Las reservas internacionales, por su parte, habían registrado su nivel más elevado en febrero de este mismo año y se ubicaron en 29,155 millones de dólares, sin embargo, para diciembre casi se habían esfumado pues tan solo registraban 6,148 millones.

Como se puede observar, los inversionistas extranjeros no tuvieron otra alternativa que quedarse invertidos –en nuestro país- en un instrumento indexado al dólar, con lo cual se presionaba al tipo de cambio. La decisión del Gobierno de modificar su política cambiaria y aumentar en un solo día el desliz cambiario en 15% -esto se

realizó el 20 de diciembre de 1994- fue la gota que derramó el vaso, pues fue una señal muy negativa para los mercados financieros, ya que con ello se aceptaba la sobredemanda que existía en esta divisa y al no contar con reservas internacionales aunado a una fuerte incertidumbre y especulación se desencadena la crisis financiera.

En términos generales, esta es la forma como se genera la crisis financiera mexicana de 1994, sin embargo, lo más fuerte de ella se presenta en enero de 1995 cuando el gobierno mexicano tiene que hacer frente a sus compromisos de liquidar, anticipadamente, las posiciones en TESOBONOS de los inversionistas extranjeros sin contar con las reservas internacionales suficientes que lo respalden (ver gráfica 5).

Ante esta situación México requiere de ayuda internacional para hacer frente a sus compromisos financieros, esta ayuda se dio con el apoyo de la Reserva Federal de Estados Unidos, el Fondo Monetario Internacional y el Banco de Pagos Internacionales (dependiente de Banco Mundial) en lo que se conoce como "Paquete de Rescate".

4.- Inversión Extranjera en Mercado de Capitales 1990-1995.

Una modalidad más de la inversión de portafolio fue aquella que se orientó hacia el Mercado de Capitales definido como aquel en el que las empresas emiten una parte de su capital social para obtener financiamiento con el objeto de orientarlo a la formación bruta de capital, estos valores tienen un rendimiento variable para su poseedor, ya que están condicionados a la situación económica de la empresa y del mercado, estos valores se conocen con el nombre de acciones[19].

En términos generales, nuevamente el elemento detonante para que los intermediarios extranjeros canalizarán su inversión a nuestro mercado fue el comportamiento de las tasas de interés en Estados Unidos.

Esto lo podemos apreciar desde 1990, ya que cuando las tasas estuvieron en niveles cercanos al 9%, la inversión total en el mercado de capitales ascendía a 3,450 millones de dólares[20], sin embargo, para el tercer trimestre de 1993 cuando las tasas se

[19] Francisco Carrera C., " Cómo, Cuándo y Por Qué Invertir en la Bolsa ", Ed. Diana, México 1990, pp. 30-31.

[20] Datos proporcionados por el Sistema Informativo INFOSEL.

encontraban en su nivel más bajo de este periodo (cerca del 3%) la inversión fue de 33,507 millones, cabe señalar que su nivel más alto se registró en enero de 1994 cuando contabilizó 60,804 millones (ver gráfica 6).

Este incremento tan pronunciado no refleja un desempeño similar en los diferentes instrumentos que este mercado ofrecía, ya que como analizaremos más adelante, los inversionistas extranjeros se posicionaron básicamente en cuatro alternativas en particular tales como: A) Recibos de Depósito Americanos (-ADR´s- American Depositary Receipt); B) Acciones de Libre Suscripción; C) Fondo Neutro de Nafinsa, y; D) Fondo México.

Ahora bien, al realizar un análisis de 1991 a enero de 1994, fecha donde se registra su nivel máximo de captación, se demuestra que este posicionamiento obedece a las características particulares que cada una de estas alternativas presenta, las cuales a continuación se describen.

4.1.- Recibos de Depósito Americanos (American Depositary Receipt -ADR´s-).

Definitivamente la alternativa que mayor aceptación tuvo entre los inversionistas extranjeros fueron los ADR´s (American Depositary Receipts) pues desde un inicio mantuvieron el mayor nivel de participación porcentual de la Inversión de Portafolio en Mercado de Capitales (ver cuadro 6).

De esta forma en 1991 registró el 74.1% del total de inversión foránea, para 1992 bajó a 73.7%, para 1993 se ubicó en 62.3% y su nivel máximo fue en enero de 1994 al representar el 62.7% (ver gráfica 7) . Considerando que en 1991 el monto que se captó en estos instrumentos fue de 1,850 millones de dólares y para enero de 1994 ascendía a 38,147, se esto significa un desenfrenado crecimiento de 1,962%.

Para entender la gran aceptación que tuvieron los ADR´s, se requiere conocer con exactitud sus características que permitieron a inversionistas nacionales e internacionales realizar operaciones de arbitraje internacional[21] con toda la gama de empresas

[21] Por Arbitraje se conoce el proceso de igualación de precios que toma lugar en forma natural cuando un mismo producto se cotiza en dos mercados distintos. La esencia del arbitraje es obtener un diferencial cuando los precios (del producto o valor en cuestión) son diferentes. Los tres elementos fundamentales del Arbitraje son : A) Que un mismo producto se cotice en dos mercados públicos distintos en volúmenes compatibles entre sí; B) que se presente una diferencia sustancial en los precios del mismo producto en

(mexicanas) que emitieron estos documentos (Ver cuadro 7).

Este instrumento consiste en la adquisición, por parte de inversionistas extranjeros, de recibos negociables emitidos y administrados por un banco de inversión o comercial extranjero y que amparan una cantidad específica de acciones de una emisora mexicana.

De manera general, los ADR´s[22] son negociados en los mercados internacionales de capitales, en sustitución de los correspondientes valores extranjeros, con la finalidad de superar restricciones como la transferencia física de los títulos, la diferencia en el plazo de liquidación (anteriormente en el mercado norteamericano el plazo de liquidación era de 5 días hábiles, mientras en el mercado mexicano la liquidación era 48 horas) y la conversión cambiaria, entre otras.

Al cotizarse directamente en los mercados internacionales (lo cual es el factor determinante por el que superan a la inversión canalizada hacia las acciones de libre suscripción y el fondo neutro), los ADR´s presentan la ventaja de que sus demandantes podrán negociarlos directamente en el mercado secundario de valores en el que se encuentren inscritos.

De esta forma, se puede conceptualizar a un ADR como un certificado negociable que se opera y cotiza en el mercado accionario estadounidense (aún cuando también hay emisoras que se encuentran registradas en la bolsa de Londres, tal es el caso de Telmex, Televisa y Cemex entre otras) y representa la propiedad de un número específico de acciones que pertenece en forma mayoritaria a inversionistas no estadounidenses (o europeos en su caso).

Ahora bien, existen básicamente dos tipos de ADR´s: los Patrocinados y los No Patrocinados. Los ADR´s Patrocinados se caracterizan fundamentalmente por la existencia de un Contrato de Servicio o Acuerdo de Depósito entre la empresa

---

ambos mercados al mismo tiempo. La diferencia " sustancial " está en función de los costos inherentes del Arbitraje, dentro los volúmenes susceptibles a operarse; C) Que exista libre transferencia del producto de que se trate, de un mercado a otro, en tiempo suficiente para cumplir los compromisos respectivos en ambos mercados. Banco Nacional de México S.N.C., " Manual de Operaciones Bursátiles ", México 1990, pp. 129-130.

[22] Banco Nacional de México S.N.C., " Manual de Operaciones Bursátiles ", México 1990, pp. 123-127.

estadounidense interesada en la negociación de sus valores en los mercados extranjeros y la institución financiera emisora, que puede ser un banco comercial o de inversión.

En el caso de los ADR´s No Patrocinados, no existe ningún vínculo o relación entre ambas entidades al no existir un Contrato de Servicio o Acuerdo de Depósito entre ambas entidades. En este caso la institución emisora a partir de la tenencia de un portafolio importante de valores de la empresa no estadounidense y respondiendo a la demanda del mercado norteamericano, puede decidir realizar una emisión de ADR´s sin consentimiento de la empresa sobre cuyas acciones se emitirán los correspondientes ADR´s.

Las ventajas que ofrecen los ADR´s Patrocinados de los No Patrocinados consiste en lo siguiente: En primer lugar, los costos de financiamiento de la emisión recaen directamente sobre la empresa emisora y no sobre el inversionista a través del precio de colocación como es el caso de los ADR´s No Patrocinados. En segundo lugar, en el caso de los ADR´s Patrocinados las acciones se depositan en el Banco Custodio extranjero y en el caso de las acciones mexicanas en el S.D. Indeval, mientras que para los No Patrocinados, el Banco o Intermediario Financiero emisor al tener posesión directa de las acciones se convierte en Banco Depositario.

Es muy importante señalar que los ADR´s Patrocinados se clasifican a su vez: en Nivel I, Nivel II y Nivel III. El Nivel I se refiere a la emisión de ADR´s para ser negociados en el mercado extrabursátil estadounidense, mejor conocido como OTC (Over The Counter), como consecuencia los requisitos y costos de información e inscripción son relativamente menores que en los siguientes niveles.

El Nivel II, permite la emisión y circulación de ADR´s en los mercados organizados como la bolsa de New York, el AMEX y también en NASDAQ, aumentando como consecuencia la exigencia y costos en los requisitos de inscripción y colocación. Finalmente, el nivel III al igual que en el caso anterior facilita la colocación de ADR´s en los mercados organizados, sin embargo a diferencia de este último, los requisitos exigidos por la Comisión de Valores de Estados Unidos (Security Exchange Comission) y NASDAQ, son considerablemente mayores.

De igual importancia es destacar que existen derivaciones de ADR´s, como son

los GDR´s (Global Depositary Receipts) y los IDR´s (International Depositary Receipts) los cuales, al igual que los primeros, son recibos de depósito que amparan acciones de empresas extranjeras, emitidos cuando se trata de colocaciones simultáneas en los mercados internacionales. Estados Unidos y Europa en el caso de los GDR´s, y ambos mercados y Asia para el caso de los IDR´s.

En lo que a cuestiones regulatorias se refiere, se debe tener en cuenta que el auge observado de las emisiones de ADR´s en los mercados internacionales desde el inicio de 1990, fue retroalimentado por la autorización de la Regla 144-A el 19 de abril de 1990, así como del Reglamento " S ", a través de los cuales se circunscribe el ordenamiento jurídico y normativo en los mercados de valores de Estados Unidos en torno al proceso de emisión, colocación, venta y reventa privado de valores extranjeros.

Es conveniente mencionar que la Regla 144-A permite la venta de valores colocados de manera privada a inversionistas institucionales denominados " Compradores Institucionales Calificados " (QIB´s, Qualified Institutional Buyers), los cuales se definen como inversionistas institucionales -fondos de pensión y fondos de inversión, entre otros- que poseen o invierten carteras de por lo menos 100 millones de dólares, en valores de emisiones no afiliados.

Dichos inversionistas podrán realizar a su vez, las operaciones de mercado secundario correspondientes a estas colocaciones. A estos inversionistas institucionales también se les conoce como " Market Makers " (hacedores de mercado) ya que tienen la obligación de presentar posturas de compra-venta de dichas acciones independientemente de la situación del mercado.

Por su parte el Reglamento " S " permite que los inversionistas puedan vender sus valores adquiridos bajo la Regla 144-A, a compradores que se consideren ubicados fuera de los Estados Unidos en un " Mercado Extraterritorial Designado " (Designed Off-shore Securities Market) por la SEC, siendo este uno de los reconocimientos con que cuenta la Bolsa Mexicana de Valores.

4.2.- Acciones de Libre suscripción.

El segundo lugar en captación y preferencia por parte de los inversionistas extranjeros fueron las Acciones de Libre Suscripción[23] o serie " B ", que ofrecen a este tipo de inversionistas la posibilidad de adquirirlas directamente y adjudicarse los derechos patrimoniales y corporativos que tienen los tenedores nacionales de este tipo de valores.

Esto significa que pueden tener un asiento en el consejo de administración de la empresa en el caso de que sean poseedores del 10% del capital social de la misma, por lo tanto tienen voz y voto, asimismo tienen derecho a los dividendos que la emisora decrete.

Su aceptación no fue tan inmediata como en el caso de los ADR´s, sin embargo, esta se fue incrementando año con año. Así, para 1991 concentraban el 15.9% del total de la inversión extranjera, su nivel máximo lo registró en 1993 al representar el 23.7% del total de la inversión en este mercado, hasta 1995 se mantuvo estable ya que su participación promedio fue de 23%. El monto máximo que captó fue de 14,100 millones de dólares en enero de 1994, pero para 1995 este descendió al nivel de 5,884 lo cual es una caída de 58.2%.

4.3.- Fondo Neutro.

La tercera alternativa fue el Fondo Neutro[24], que es un mecanismo que permite a los inversionistas extranjeros, adquirir acciones de empresas mexicanas restringidas por Ley a los residentes del exterior, dentro de sus principales características contempla lo siguiente.

A través de los fideicomisos neutros de inversión extranjera, se puede tener el usufructo de los derechos pecuniarios que otorgan las acciones serie "A", las cuales otorgan un derecho de propiedad exclusivamente para mexicanos.

Los derechos pecuniarios de esta serie de acciones los puede obtener un inversionista extranjero, a través de comprar títulos de participación de un fideicomiso, denominados en este caso Certificados de Participación Ordinaria -CPO´s-, en el que los bienes que componen el capital fiduciario son las acciones serie "A" de las principales

[23] Bolsa Mexicana de Valores, "El Salón de Remates y sus Operaciones", México, Abril de 1989, pp. 4.

[24] Nacional Fiananciera, " Fondo Neutro ", Prospecto de Colocación, México 1990.

emisoras que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores.

Cabe mencionar que dentro de las características adicionales de los fideicomisos neutros de inversión extranjera, la institución fiduciaria del fideicomiso más importante ha sido Nacional Financiera.

Las empresas autorizadas en este mecanismo están condicionadas a la realización de nuevos proyectos de inversión de alta rentabilidad para expandir sus actividades. Las acciones que se integren en el fideicomiso no son computadas para determinar el monto y participación de los inversionistas extranjeros en el capital social de las empresas emisoras.

En realidad este fondo no logró captar grandes cantidades de inversión extranjera como se tenía previsto, ya que su competencia natural son tanto los ADR´s como las Acciones de Libre Suscripción, en particular estas últimas pues ofrecen tanto derechos patrimoniales como corporativos, y el Fondo Neutro solamente proporciona derechos patrimoniales.

En promedio tuvo una participación del 10% en todo el periodo, el monto máximo registrado fue en septiembre de 1994 al contabilizar 7,408 millones de dólares, sin embargo, para 1995 su captación fue de 2,620 lo que representa una baja de 64.6%.

4.4.- Fondo México.

La última alternativa fue el Fondo México[25], que desde un punto de vista teórico es un Fondo de Inversión Internacional también conocido como Fondo País, que está integrado por títulos y valores de empresas públicas y privadas de las más representativas del ámbito bursátil de un país y que cotizan en los principales mercados accionarios del mundo.

Estos Fondos País en su clasificación más genérica son : Públicos, Privados, Abiertos y Cerrados. Los primeros se refieren a los Fondos que fueron objeto de Oferta Pública, previo a su listado en una bolsa o mercado organizado. Los segundos se refieren a emisiones y colocaciones privadas. En el caso de los terceros, se permite su recompra de acciones así como incrementos en el capital del Fondo. Por último, en los Fondos de Inversión Cerrados no se permite su recompra de acciones, ni incrementos en el capital del Fondo, salvo lo estipulado en el prospecto de emisión.

En el caso de nuestro país, el antecedente de este mecanismo de inversión lo constituye el Fondo México, el cual es una sociedad de inversión cuyo funcionamiento en cuanto a administración y operación es muy similar a cualquiera otra de las actualmente existentes en el mercado mexicano. Sin embargo, la gran diferencia consiste en que las acciones de este Fondo son promovidas exclusivamente en el extranjero -en particular en Estados Unidos e Inglaterra- y negociadas en el New York Stock Exchange.

El Fondo México fue colocado el 11 de junio de 1981, principalmente entre inversionistas europeos y norteamericanos. El monto inicial colocado fue de 120 millones de dólares, representados por 10 millones de acciones y con un precio de colocación de 12 dólares por acción.

La realidad nos indica que este instrumento nunca se constituyó como una verdadera alternativa de inversión en el periodo 1990-1995, ya que en promedio representó únicamente alrededor del 3% del total de la inversión en este mercado, su nivel más alto se registró en enero de 1994 al computar 1,347 millones de dólares, mientras que para febrero de 1995 su captación fue tan solo de 379, lo que representó una baja de

[25] Para una amplia descripción de las diferentes modalidades de Sociedades de Inversión consultar el libro de Martín Marmolejo " Inversiones: Práctica, Metodología, Estrategia y Filosofía ", Ed. IMEF, México 1989, Sexta Edición, Capítulo 4, pp. 323-330.

71.8%.

Es evidente que si los inversionistas extranjeros percibían un menor Riesgo-País México, su mejor alternativa de inversión sería aquella donde las acciones presentaran oportunidades de obtener en el corto plazo altos rendimientos, además su posicionamiento en las diferentes alternativas que el Mercado de Capitales ofrecía, tenía la característica fundamental de contar con los más preciados elementos o factores de un Mercado: Bursatilidad y Liquidez.

Es por ello que los ADR´s siempre fueron los que tuvieron la mayor participación, pues al cotizar en más de un mercado se tiene la posibilidad de comprar o vender en uno u otro, además este hecho provocó que tanto corredurías nacionales y extranjeras tuvieran amplia participación tanto en la Bolsa Mexicana de Valores como en el New York Stock Exchange al realizar operaciones de Arbitraje Internacional de Valores, particularmente con acciones de empresas como Teléfonos de México (TMX), Televisa (TV), Ica (ICA), Vitro (VTO) y Tamsa (TAM) entre otros.

Conclusiones.

La configuración de la crisis financiera mexicana de diciembre de 1994, es un proceso que nos proporciona enormes enseñanzas y nos brinda una gran experiencia que debe ser utilizada para evitar problemas similares en el futuro.

Este trabajo contempla el análisis de algunos factores internos y externos que dieron origen a la crisis financiera mexicana, otorgamos un mayor énfasis a los aspectos financiero y bursátil, así como el papel que jugaron las agencias calificadoras de riesgo en el auge de los flujos de capital hacia México y su desempeño en los primeros meses de la crisis.

Si bien la gestación de la crisis financiera la ubicamos a finales de los años ochentas cuando se realizaron toda una serie de reformas a nivel sistema financiero, su antecedente inmediato se da a partir de 1990 cuando las agencias calificadoras –particularmente Standard & Poor´s- consideran como objetivo de inversión a la economía mexicana.

De esta forma, encontramos que después de varios años de análisis sobre la situación económica de México, en julio de 1992 Standard & Poor´s -S&P- asignó la calificación de BB+ a las Obligaciones Senior en moneda extranjera de los Estados Unidos Mexicanos. Esta calificación –se ubicaba a un solo nivel del grado de inversión- resaltaba el éxito de las reformas económicas y financieras del presidente Salinas –así lo expresaba S&P-, pues la históricamente protegida economía nacional se había transformado en una orientada al mercado, llevando a una rápida desaceleración de la inflación, una recuperación sostenida y una mejor posición financiera externa.

De acuerdo con S&P, menores barreras comerciales estimularían una amplia diversidad y un mayor volumen de exportaciones, reduciendo considerablemente la dependencia del sector petrolero. Asimismo, la restricción fiscal y las privatizaciones reducirían la participación del sector público en la economía a una tercera parte desde 1982. Además, pronosticaban que el déficit de la cuenta corriente sería fácilmente financiado por grandes flujos de capital, incluyendo grandes cantidades de Inversión de Portafolio.

Como consecuencia de lo anterior, a partir de 1989 se inició el auge en la colocación de deuda mexicana en los Mercados Internacionales lo cual se tradujo en un cambio drástico en la percepción del Riesgo País México. El Riesgo País mide las posibilidades de una nación de cumplir puntualmente con el pago de su deuda externa, así como la confianza de los inversionistas. El rango de valoración parte de cero y mientras

menor sea el riesgo país, más segura y sólida se considera su economía para hacer frente a impactos internos y externos.

Descubrimos que la tendencia a la baja de las tasas de interés en Estados Unidos, así como la calificación de S&P a la deuda soberana mexicana -que por cierto se situaba a un solo escalón del grado de inversión-, fueron algunos de los factores externos que propiciaron este cambio importante en la percepción del Riesgo País México por parte de los inversionistas en los Mercados Internacionales de Deuda. Muestra de ello fue tanto el número creciente de colocaciones -ya que en 1989 fueron solo dos, mientras que para 1993 se registraron 66 nuevas emisiones- así como el monto obtenido de ellas -en 1989 se captaron 250 millones de dólares, comparados con alrededor de 8,229 para 1993-.

El panorama que México ofrecía a los inversionistas extranjeros resultaba muy atractivo, pues para ese momento, ya se habían realizado toda una serie de modificaciones a nivel sistema financiero y, además, se les brindaba la oportunidad para que participaran como accionistas propietarios en la banca. La percepción de las corredurías extranjeras sobre este cambio de tendencia, las motivó a diversificar su Portafolio de Inversión y canalizar montos crecientes de inversión hacia nuestro país.

Llegamos a la conclusión que el factor detonante para que los inversionistas extranjeros invirtieran en México fue la tendencia a la baja que mostraron las tasas de interés en Estados Unidos. Para ilustrar lo anterior, se observó que, cuando las tasas de interés se ubicaban en niveles del 9% en el año de 1990, la inversión total en Mercado de Dinero fue tan solo de 2,000 millones de dólares, mientras que en este mismo periodo la inversión total en Mercado de Capitales fue de 3,450 millones.

Diferente fue la situación cuando las tasas tocaron su nivel más bajo en 1993 al ubicarse en niveles del 3%. Para ese entonces la inversión en Mercado de Dinero ascendió a 18,501 millones de dólares, sin embargo, el nivel más alto lo registró en febrero de 1994 al contabilizar 24,962 millones de dólares, cuando las tasas se situaban en 3.9%. En el caso de Mercado de Capitales los montos fueron de 33,507 y 60,804 millones de dólares respectivamente.

El hecho de que aún cuando las tasas de interés en Estados Unidos manifestaran un repunte de casi 90 puntos base –un punto base equivale a una centésima, por lo tanto 100 puntos base equivale a un entero, es decir, 1%- al inicio de 1994 y aún así se alcanzara el

nivel más elevado de inversión extranjera en nuestro país, tanto en Mercado de Dinero como en Mercado de Capitales, nos indica claramente la confianza que tenían los inversionistas extranjeros hacia México.

Asimismo, encontramos que otro aspecto que los motivó a invertir en nuestro país fue que en noviembre de 1993 Standard & Poor´s confirmara la calificación BB+ a la deuda de largo plazo de los Estados Unidos Mexicanos –United Mexican States- denominada en dólares, así como las calificaciones de A-1+ a la deuda de corto plazo y la calificación implícita de AA- a la deuda de largo plazo de UMS, ambas denominadas en pesos.

Para S&P la confirmación de las calificaciones fue posible, gracias a la aplicación de medidas gubernamentales que continuaban fortaleciendo las finanzas públicas. De esta forma, la perspectiva de una mejoría en la situación crediticia de México aumentaba al haber sido aprobado el Tratado de Libre Comercio por la Cámara de Representantes de los EE.UU. en noviembre de 1993.

En la perspectiva de S&P, este acuerdo debería impulsar el crecimiento económico en el mediano plazo, y por consiguiente aumentar el flujo de inversión extranjera, reduciendo la dependencia de los pasivos externos para financiar el alto déficit de la cuenta corriente de nuestro país.

Por todo lo anterior, S&P pronosticaba un posible aumento de flujo de capital debido al optimismo de inversionistas del exterior, asimismo, la continuidad de las políticas económicas conservadoras pudieran provocar –decía- que en el transcurso de 1994 se tuviese una revisión de las calificaciones de deuda de México en moneda extranjera a rangos de grado de inversión en el corto/mediano plazo.

Bajo este escenario, los inversionistas extranjeros mostraron desde un principio más inclinación hacia algunas alternativas en particular, estas preferencias estuvieron en función de la estabilidad tanto de las tasas de interés internas y externas, como de la estabilidad del tipo de cambio y las reservas internacionales.

Estos factores, sin embargo, sufrieron un cambio importante desde el primer día de 1994, ya que se suscitaron una serie de eventos que afectarían tanto la Inversión de Portafolio, como su canalización hacia los diferentes instrumentos de Mercado de Dinero.

Y fue así que encontramos que la percepción de un sobrecalentamiento de la economía estadounidense obligó a la Reserva Federal de Estados Unidos –FED- a tomar

medidas de política monetaria más restrictivas, -en 1994 se realizaron seis incrementos en las tasas de interés, con lo cual, los FED FUNDS pasaron de 3% en enero a 5.5% en noviembre-, lo cual afectó a todos los mercados financieros del mundo. Este cambio de tendencia a la alza en las tasas de interés a nivel mundial, obligó a los Inversionistas Institucionales a realizar nuevamente cambios en sus Portafolios de Inversión en particular en los mercados emergentes.

Para el caso de nuestro país, este cambio fue de crucial importancia, ya que si bien desde el inicio del "Boom" los inversionistas extranjeros habían invertido en instrumentos denominados en moneda local, con estos cambios decidieron invertir en instrumentos denominados en dólares. Fue entonces que inició el proceso de sustitución de Cetes por Tesobonos.

Así, la conjugación de factores externos –fundamentalmente alza en las tasas de interés a nivel mundial- y otros factores de carácter interno –presiones en el tipo de cambio así como en las reservas internacionales y, aunque en menor medida, problemas de naturaleza política tales como el levantamiento del EZLN en Chiapas, y los asesinatos de Colosio y de Ruiz Massieu- obligó a los Fund Managers a trasladar sus recursos invertidos en instrumentos denominados en moneda local hacia otros que proporcionaran cobertura cambiaria –al respecto concluimos que los factores políticos internos fueron solo un pretexto para salir del país-.

En el transcurso de 1994, el mes de noviembre fue una fecha histórica ya que la FED decidió incrementar sus tasas en 75 puntos base y esta subió de 4.75% a 5.5% -un movimiento de esta magnitud no se registraba desde septiembre de 1987 cuando las tasas subieron de 6.5% a 7.25%-.

Para diciembre del mismo año, Standard & Poor´s colocaba su calificación de largo plazo en moneda extranjera de los Estados Unidos Mexicanos –UMS- de BB+ en el Listado de Revisión Especial –Creditwatch- con indicación negativa que implicaba que la calificación podría bajar en el corto plazo dentro de la categoría de BB-. Al mismo tiempo bajaba la calificación de la deuda de largo plazo denominada en moneda nacional de UMS al rango de A+ del nivel previo AA- y la de corto plazo a A-1 del nivel anterior A-1+.

Lo anterior se aplicaba a una deuda de 50,000 millones de dólares que incluían emisiones calificadas de Yankee bonds, Cetes, Tesobonos, Bondes y Ajustabonos.

Descubrimos que el considerar la calificación en Revisión Especial reflejaba el aumento en las dificultades de financiamiento del déficit de la cuenta corriente en virtud de la fuerte devaluación del peso, –recordemos que el 20 de diciembre de 1994 se rompe con el esquema de deslizamiento gradual del peso, pues este día el desliz cambiario fue de 15% y con ello se inicia la libre flotación con lo cual se da inicio a la crisis-, y la mayor incertidumbre en las políticas económicas.

Además, se demostraba la elevada dependencia de México de flujos de capital extranjero muy sensitivos a factores de confianza. Todo ello mostraba la vulnerabilidad que representa el hecho de depender de financiamiento de corto plazo.

De lo anterior se concluye que, este evento fue de crucial importancia para México, ya que el Riesgo País para los inversionistas extranjeros resultaba muy alto, dado que el premio por invertir en instrumentos locales se había reducido de manera considerable aún cuando estos fueran de cobertura cambiaria, pues su principal preocupación consistía en la liquidez –reservas internacionales- que el país tuviera cuando ellos decidieran vender sus posiciones.

La consecuencia de ello fue que los inversionistas extranjeros decidieron colocar sus inversiones en mercados más seguros y sin riesgo. Es así como se empieza a gestar la crisis financiera mexicana de 1994, misma que llega a su climax en enero-febrero de 1995 cuando el gobierno mexicano tiene que hacer frente a sus compromisos de liquidar, anticipadamente, las posiciones en Tesobonos de los inversionistas extranjeros sin contar con las reservas internacionales suficientes para respaldarlos.

El golpe final se presenta en febrero de 1995, cuando Standard & Poor´s confirma y retira de su Listado de Revisión Especial su calificación de A-1 sobre la deuda de corto plazo de lo Estados Unidos Mexicanos denominada en moneda nacional –se refiere a emisiones de Cetes, Tesobonos, Ajustabonos y Bondes-. Al mismo tiempo S&P reduce la calificación de largo plazo en moneda extranjera a BB de BB+ y la de moneda nacional a A de A+. Estas calificaciones se referían a un total de 55,000 millones de dólares de deuda.

La reducción en las calificaciones reflejaba el retroceso en el mediano plazo de las expectativas económicas sobre México y, el recrudecimiento de los retos políticos de la administración en turno como resultado de la crisis del nuevo peso y su impacto en la

confianza hacia el nuevo gobierno. Como se puede observar, el tan anhelado Grado de Inversión cada vez estaba más lejos de nuestro país.

Es increíble que el propio gobierno no anticipara la crisis financiera pues la lectura del mercado fue muy clara, el cambio que se dio de Cetes a Tesobonos así lo demostró. En efecto, el cambio de tendencia a la alza en las tasas de interés a nivel mundial, la baja de la calificación de S&P hacia México, aunado con una drástica caída de las reservas internacionales y, en menor medida, problemas políticos internos, obligaron a los Fund Managers a buscar nuevos y más seguros mercados, pues la percepción del mercado mexicano había sufrido grandes deterioros.

Si bien las reservas internacionales habían presentado un excelente desempeño –en enero de 1990 se ubicaron en 5,980 millones de dólares mientras que en febrero de 1994 registraron su nivel más alto del periodo al contabilizar 29,155 millones-, estas no fueron lo suficientemente amplias para hacer frente a la venta masiva que los inversionistas internacionales realizaron de los Tesobonos desde diciembre de 1994 por un monto de 30,355 millones de dólares, comparados con tan solo 6,148 millones de reservas internacionales.

Este instrumento –los TESOBONOS- registró un crecimiento explosivo desde el inicio de 1994, así, pasaron de 1,550 millones de dólares en enero de 1994 a 30,355 millones en diciembre del mismo año. Es evidente que el nerviosismo que mostraron los inversionistas extranjeros quedo de manifiesto en la sobredemanda de este instrumento, este nerviosismo tuvo como fundamento el asegurar sus inversiones al indexarlas al dólar.

Asimismo, se dieron cuenta que el nivel de reservas internacionales no era lo suficientemente amplio para darle liquidez a todos al mismo tiempo, por lo cual su desconfianza quedo expresada al vender paulatinamente sus posiciones en todos los instrumentos y salir lo antes posible de los mercados nacionales –Mercado de Dinero y Mercado de Capitales-, el último apaga la luz.

La crisis financiera se manifestó de diversas formas, se incremento el desempleo, las tasas de interés internas se elevaron abruptamente ante la necesidad de atraer nuevos capitales, las empresas y particulares se vieron en un problema de insolvencia, además, el tipo de cambio sufrió una devaluación sin precedente. Todo esto sucedió por el afán de nuestro país de acceder al primer mundo de manera artificial.

Finalmente se debe mencionar el aspecto fundamental de este estudio, la Inversión de Portafolio y la crisis financiera, se concluye que el problema financiero se desencadena a partir de varios factores: tendencia a la alza en las tasas de interés a nivel mundial, cambio a la baja en la calificación de la deuda soberana de México de BB+ a BB por parte de Standard & Poor´s, una drástica caída de las reservas internacionales de nuestro país y, un cambio en la estrategia de inversión de los Inversionistas Internacionales quienes abandonaron mercados emergentes incluyendo el nuestro.

Todos estos elementos estallaron en diciembre de 1994, pero lo más drástico de todo este proceso se presenta en enero-febrero de 1995 cuando se da el cambio de calificación a la deuda interna y externa de nuestro país y, el gobierno tiene que hacer frente al vencimiento anticipado de Tesobonos sin contar con las reservas internacionales suficientes que le dieran soporte.

Por último, descubrimos que las agencias calificadoras jugaron un papel muy importante en la configuración de la crisis financiera mexicana, en primer lugar, porque alentaron a los Inversionistas Internacionales a posicionarse en un país emergente –México-con un alto potencial de crecimiento pues sus condiciones económicas y políticas así lo manifestaban. En segundo lugar, fueron las agencias calificadoras quienes dieron la señal de alerta al percibir ciertos problemas de volatilidad que la inversión de corto plazo traería a nuestra economía, asimismo, fueron ellas quienes alentaron a los inversionistas internacionales a abandonar el país cuando la situación financiera de nuestra economía había cambiado.

Lo cierto es que el desempeño de las agencias calificadoras de riesgo ha sido determinante antes y después de la crisis financiera mexicana de 1994. De esta forma, encontramos que su influencia sigue teniendo vigencia porque sus calificaciones representan una fuente alternativa de financiamiento barato –comparado con entidades que no cuentan con una calificación en los mercados internacionales- tanto para empresas como para el propio gobierno.

ANEXO 1: Cronología De Las Calificaciones Emitidas por Standard & Poor´s.

Calificaciones de Standard & Poor´s Sobre La Deuda De Los Estados Unidos Mexicanos.

-1992 Se asigna la calificación BB+ a la deuda de largo plazo en moneda extranjera.

-1993 Se asignan la calificación AA- a la deuda de largo plazo en moneda nacional y A-1+ a la deuda de corto plazo en moneda nacional. La perspectiva de la calificación en moneda extranjera se considera " positiva " y la de moneda nacional " estable ".

-1994 En diciembre las calificaciones, tanto en moneda extranjera como en moneda nacional, se colocan en el Listado de Revisión Especial con modificación negativa. Las calificaciones en moneda nacional bajan como sigue: la deuda a largo plazo baja a A+ y la de corto plazo baja a A-1.

-1995 En febrero se baja la calificación de la deuda de largo plazo en moneda extranjera a BB, con perspectiva estable, y la calificación de la deuda de largo plazo en moneda nacional baja a A. La calificación de deuda de corto plazo en moneda nacional se ratifica en A-1. Ambas calificaciones para deuda en moneda nacional tienen perspectiva negativa.

-1995 En marzo se bajan las calificaciones en moneda nacional, la de largo plazo a BBB+ y la de corto plazo a A-2. La perspectiva de las calificaciones tanto en moneda nacional como en moneda extranjera se considera negativa.

-1996 En febrero se confirman las calificaciones para deuda de largo plazo en moneda extranjera BB, para deuda de largo plazo en moneda nacional BBB+, para deuda de corto plazo en moneda nacional A-2. La perspectiva continúa considerándose negativa.

En el mes de Julio de 1992 Standard & Poor´s asigna su calificación de BB+ a las obligaciones senior en moneda extranjera de los Estados Unidos Mexicanos en anticipación a la emisión de 250 millones de dólares en bonos Yankee para el mes siguiente.

La perspectiva para la calificación es estable. La calificación implícita para la deuda senior representa el máximo ó tope para la deuda soberana o, el límite superior para calificaciones de emisiones específicas de deuda en moneda extranjera de entidades domiciliadas en México.

La calificación pone en balance el éxito de las reformas económicas y financieras del gobierno del Presidente Salinas con los considerables retos que aún persisten. La históricamente protegida economía se ha transformado en una ,orientada al mercado llevando a una rápida desaceleración de la inflación, una recuperación sostenida y una marcadamente mejorada posición financiera externa.

Sin embargo, México aun se enfrenta a una tasa de inflación que se mantiene muy por arriba de aquellas de sus socios comerciales, un creciente déficit en cuenta corriente y una aún pesada carga de deuda externa. La calificación también refleja el fuerte liderazgo que ha permitido al gobierno proseguir con una estrategia económica consistente durante dos sexenios y al surgimiento de un consenso político que deberá apoyar fuertes políticas para el resto de los 90´s.

Menores barreras comerciales están estimulando mayor diversidad y un mayor volumen de exportaciones, reduciendo dramáticamente la dependencia al sector petrolero. Restricción fiscal y privatización han reducido la participación del sector público en la economía por un tercio desde 1982, mientras que el presupuesto se ha movido hacia un superávit en 1992 después de años de altos déficits.

El acuerdo de 1990 sobre reducción de deuda junto con la recompra de deuda financiada en parte con recursos producto de la privatización, han ayudado a disminuir la deuda externa neta en este año a un estimado de 155% de los ingresos por exportaciones desde un 382% en 1986, contribuyendo a disminuir drásticamente las tasas de interés domésticas. Estas medidas, combinadas con una estimulante política monetaria, han detonado también una disminución dramática en la inflación y una recuperación generalizada de la economía durante los últimos 4 años.

La expansión ha estado liderada por un rápido crecimiento en la inversión, que ha contribuido a un engrosamiento del déficit en cuenta corriente a alrededor del 5% del Producto Interno Bruto en 1991 y 1992 desde un 14% en 1988. El déficit, que se espera se estabilice de manera importante este año, ha sido fácilmente financiado por grandes influjos de capital, incluyendo grandes cantidades de Inversión de Portafolio.

Como resultado, las reservas internacionales alcanzaron un record de 18mil millones de dólares a finales del año pasado, equivalentes a casi cuatro meses de importaciones.

A pesar de estas tendencias favorables, México se mantiene vulnerable a un número de posibles situaciones adversas. Con el financiamiento del déficit de la cuenta corriente mayoritariamente dependiente de los influjos de corto plazo de capital y Inversión de Portafolio, reveses en la inflación, en pláticas de libre comercio con EU y Canada o disciplina fiscal, se podría minar la confianza de inversionistas extranjeros y resultar ello en presiones sobre tasas de interés y sobre la posición de reservas de México.

Tales situaciones en cambio, podrían disminuir el crecimiento económico y poner a prueba el compromiso del gobierno para llevar a cabo el ajuste estructural y bajar la inflación. Los retos que resultan de las sustanciales necesidades de desarrollo social, aunadas al prospecto de una liberalización política significativa, pueden también complicar la conducta de la política económica en el largo plazo.

En Noviembre de 1993 Standard & Poor´s (S&P) confirma su calificación BB+ a la deuda de largo plazo de los Estados Unidos Mexicanos (UMS) denominada en dólares de los E.U.A., junto con la deuda denominada en moneda extranjera de Banco Nacional de Comercio Exterior (Bancomext) avalada por los Estados Unidos Mexicanos y cambia la perspectiva de las calificaciones de "estable" a "positiva".

S&P también confirma las calificaciones de A-1+ a la deuda de corto plazo y la calificación implícita de AA- a la deuda de largo plazo de UMS, ambas denominadas en pesos. Estas calificaciones mantienen su perspectiva como "estables".

El cambio en las calificaciones en moneda extranjera obedece a la aplicación de medidas gubernamentales que continúan fortaleciendo las finanzas públicas y han reducido la inflación, a pesar de una desaceleración de la economía, presiones a la cuenta comercial y las próximas elecciones presidenciales.

La administración del Presidente Salinas proyectan un presupuesto equilibrado para 1994, después de haber logrado un superávit equivalente al 1% del PIB y una reducción de la deuda pública consolidada equivalente al 20% del PIB durante 1993. El control fiscal y las políticas monetarias conservadoras implementadas por Banco de México, quien recientemente adquirió su autonomía, reducirán la inflación aproximadamente 9% en 1993 a 7% en 1994.

La perspectiva de una mejoría en la situación crediticia de México aumenta al haber sido aprobado el Tratado de Libre Comercio (TLC) por la Cámara de Representantes de los EE.UU. el 17 de noviembre.

El acuerdo deberá impulsar el crecimiento económico en el mediano plazo, y aumentar el flujo de inversión extranjera, reduciendo la dependencia de pasivos externos para financiar el alto déficit de la cuenta corriente del país, el cual calcula S&P será de 22,000 millones de dólares, equivalente al 6% del PIB durante 1993.

Más aún, el TLC refuerza el compromiso del Presidente Salinas para asegurar que las reformas económicas de su administración se mantendrán vigentes. Además de un posible aumento de flujo de capital debido al optimismo de inversionistas del exterior, la continuidad en la aplicación en el futuro de las políticas económicas conservadoras pudiera provocar que en el transcurso de 1994 se tuviese una revisión de las calificaciones de deuda de México en moneda extranjera a rangos de grado de inversión en el corto/mediano plazo.

Nota: la perspectiva de una calificación de S&P, se refiere al potencial de la tendencia de una calificación de deuda de largo plazo y no necesariamente indica la posibilidad de un cambio inmediato de la misma. Por ejemplo el término "positiva" se indica que una calificación podría ser mejorada.

En Diciembre de 1994 Standard & Poor´s (S&P) coloca su calificación de largo plazo en moneda extranjera de los Estados Unidos Mexicanos de BB+ en el listado de Revisión Especial (creditwatch) con indicación negativa que implica que la calificación podría bajar, en el corto plazo, dentro de la categoría de BB-.

Al mismo tiempo, S&P baja la calificación de la deuda de largo plazo denominada en moneda nacional de los Estados Unidos Mexicanos al rango de A+ de AA- y la de corto plazo a A-1 de A-1+ pasándolas a su listado de Revisión Especial (creditwatch) con indicación negativa, implicando que las mismas podrían bajar, en el corto plazo, dentro de la misma categoría de A. Lo anterior se aplica a una deuda total de cerca de 30,000 millones de dólares que incluyen emisiones calificadas de Yankee bonds, Cetes, Tesobonos, Bondes y Ajustabonos.

El considerar la calificación en Revisión Especial (creditwatch) refleja el aumento en las dificultades de financiamiento del déficit de la cuenta corriente en virtud de la fuerte devaluación del peso y la mayor incertidumbre en las políticas económicas. Estos acontecimientos podrían debilitar la incipiente recuperación de la economía mexicana, agravando los retos políticos que confronta la administración del Presidente Ernesto Zedillo.

A pesar de la fortaleza de sus finanzas públicas, la elevada dependencia de México en flujos de capital extranjero, muy sensitivos a factores de confianza, hacen necesario un estricto apego a políticas económicas conservadoras. La implementación en las próximas semanas de las medidas anunciadas por el Gobierno en materia monetaria y fiscal, podrían iniciar un nuevo proceso de recuperación de la confianza de los inversionistas y por consiguiente en la estabilización del valor crediticio de México.

La disminución de la calificación en moneda nacional, también por los efectos de la devaluación, refleja el retroceso en los resultados de los esfuerzos realizados por el Gobierno para combatir la inflación dificultando aún más el objetivo de mantener las finanzas públicas equilibradas, dado el aumento que se tendrá tanto en el costo del servicio de la deuda, como algunos otros, además de la vulnerabilidad que representa el hecho de depender de financiamiento a corto plazo.

No obstante lo anterior, las finanzas públicas que han sido el pilar de las reformas del programa económico de México, son fundamentalmente fuertes, con una deuda pública

menor al 25% del Producto Interno Bruto, presupuesto superavitario y la determinación en la consecución de políticas económicas y monetarias prudentes.

Por otra parte, la devaluación deberá reforzar los fuertes avances obtenidos en la exportación de productos no tradicionales que registraron un aumento de más del 20% en 1994, así como detener el crecimiento de las importaciones. Esta circunstancia combinada con mayores tasas de interés y estrictos controles fiscales, deberá ayudar a reducir el actual déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos hacia la segunda mitad del año entrante y que para el presente año se estima en alrededor de 28,000 millones de dólares.

En las próximas semanas S&P estará observando la implementación de las medidas tendientes a mantener un presupuesto con superávit para 1995, el desarrollo de las tasas de interés necesarias para estabilizar el peso y el comportamiento de los precios y salarios.

Adicionalmente S&P estará atento a los esfuerzos del Gobierno para contrarrestar la situación de inconformidad social en Chiapas así como en la profundidad de las reformas en materia judicial, política y en la microeconomía que son básicas para impulsar la confianza de los inversionistas internacionales en el nuevo Gobierno.

En Febrero de 1995 Standard & Poor's confirma y retira de su listado de Revisión Especial su calificación de A-1 sobre la deuda de corto plazo de los Estados Unidos Mexicanos denominada en nuevos pesos, Tesobonos y Cetes. Al mismo tiempo S&P reduce la calificación de largo plazo en moneda extranjera a BB de BB+ y la de moneda nacional a A de A+ retirándolas de su listado de Revisión Especial.

La perspectiva es estable para la calificación en moneda extranjera y negativa para la de moneda nacional (la perspectiva evalúa la tendencia potencial que pudiera tener una calificación, generalmente en un periodo de uno a tres años). Estas calificaciones se refieren aproximadamente a un total de 55,000 millones de dólares de deuda.

La reducción en las calificaciones refleja el retroceso en el mediano plazo de las expectativas económicas sobre México y el recrudecimiento de los retos políticos de la actual administración como resultado de la crisis del nuevo peso y su impacto en la confianza hacia el Gobierno.

La disminución en la calificación en moneda nacional con su perspectiva negativa, adicionalmente refleja un ligero aumento del riesgo en el largo plazo, en la estabilidad monetaria, debido a los efectos inflacionarios de la devaluación.

El retiro de todas las calificaciones del listado de Revisión Especial, así como la perspectiva estable en la de moneda extranjera, se basa en los efectos estabilizadores del paquete financiero multilateral por 51,000 millones de dólares así como del programa de ajuste económico, aceptados por el Fondo Monetario Internacional que refuerzan la capacidad del Gobierno para cumplir con sus obligaciones denominadas tanto en moneda nacional como extranjera.

Este paquete financiero allana el camino para la efectiva implementación del nuevo programa económico en el corto plazo. S&P estima que en los próximos meses el nuevo peso se estabilizara y que el déficit en cuenta corriente decline en tanto la economía real inicie una recuperación gradual hacia el fin del año.

Las bondades básicas de las finanzas públicas deberán permitir que México se recupere del impacto económico provocado por la crisis, al contar con una deuda total del sector público por abajo del 40% del PIB, con un servicio de deuda externa más ligero y mejor estructurado. La brusca devaluación del nuevo peso y la intensificación de reformas en la microeconomía (principalmente desregulaciones y privatizaciones) deberán contribuir

al mejoramiento de la competitividad de la economía.

Sin embargo, reducir la inflación llevará un largo proceso, el que será grandemente ayudado en función del éxito que logre el Banco Central en el establecimiento de un nuevo marco confiable de política monetaria.

Por otra parte, otro año de crecimiento incierto, aunado a una disminución de los salarios reales, así como serias dificultades en algunos sectores, pondrán a prueba el programa de austeridad económica formulado, cuando se empiecen a presentar reducciones en el presupuesto y disminución de liquidez en el mercado.

Esto será particularmente así, en el contexto de que continúen las dificultades para incrementar el ahorro interno, reforzar al sector bancario, acelerar el incremento de la productividad y reformar las grandes empresas estatales, todo lo cual son elementos clave para fortalecer los elementos básicos en la eficiencia de la economía.

Las presiones económicas sobre el ámbito político podrían complicar, en el mediano plazo, la continuidad de las políticas trazadas y significarán un reto a la administración del Presidente Zedillo para volver a ganar la confianza del electorado mexicano e inversionistas del exterior. Sin embargo, la aceleración del proceso democrático deberá reflejarse en una mejoría para desarrollar un mayor consenso más amplio y de largo plazo que propiciará la conformación de grupos de oposición al proceso político.

En Febrero de 1996 Standard & Poor´s (S&P) ratifica su calificación de los Estados Unidos Mexicanos en BB para la deuda de largo plazo en moneda extranjera incluyendo los Bonos Brady y de BBB+ y A-2 para la deuda de largo y corto plazo emitida en moneda nacional. Si se considera la deuda emitida con garantía del Gobierno Mexicano, la deuda calificada asciende a 50,600 millones de dólares. La perspectiva de las calificaciones se mantiene con indicación negativa.

Las calificaciones y su perspectiva toman en cuenta tanto el éxito a corto plazo obtenido por México en su programa de estabilización económica, como el reto que se tiene en el mediano plazo de lograr un crecimiento económico sostenido contando con el apoyo político necesario a las ortodoxas políticas económicas implementadas. Apoyado en un crédito oficial extraordinario de 27,800 millones de dólares y la aplicación de un estricto programa de ajuste, se ha afirmado la economía y transformado favorablemente la estructura de la deuda pública.

Sin embargo, la contracción de la demanda interna y de los salarios reales, en niveles de dos dígitos durante 1995, han afectado las tasas de interés reales y la volatilidad en el tipo de cambio, han mantenido la fragilidad de la confianza y debilitado seriamente al sistema bancario, influyendo también en las perspectivas del crecimiento económico.

Bajo el contexto de una lenta recuperación, se podrían intensificar las presiones para el Gobierno del Presidente Zedillo, para que se liberen las políticas monetaria y fiscal. En el presente año y en vista de la cada vez mayor pluralidad política, el Gobierno tendrá como reto el fortalecer la base de apoyo necesaria para proteger, en el largo plazo, la viabilidad de su estrategia económica.

La calidad crediticia de México se ve favorecida por:

- Su compromiso sostenido de mantener finanzas públicas cautelosas con una sustancial flexibilidad que ha permitido al sector público conservar sus presupuestos en equilibrio, aún a pesar de la contracción del PIB, observada el año pasado, de un 6.9%.
- Una carga financiera por la deuda pública neta externa descendente, manejable y bien estructurada que significa el 97% de las exportaciones del año pasado y que es equiparable al de otros países con calificación similar.
- Su enclave en el TLC y la estrecha relación con su principal socio comercial, los Estados Unidos de América quien absorbe las cuatro quintas partes de sus

exportaciones y que de una manera implícita o explícita proporciona una amplia flexibilidad financiera.

- Un dinámico sector exportador que ha crecido a un promedio anual de 17% en los últimos tres años y que hoy en día significa casi el 30% del PIB, mismo que puede influir en incrementar el ritmo de crecimiento del PIB.

La calidad crediticia de México es constreñida por:

- Las dificultades asociadas a la consecución de un ortodoxo programa económico que tendrá que enfrentar el Gobierno del Presidente Zedillo, manteniendo al mismo tiempo el dinámico proceso de apertura política.
- La marcada debilidad del sistema bancario que S&P estima pudiera significar un costo para el Gobierno de cerca de un 12% del PIB, y que podría mantener el crédito escaso y caro en el mediano plazo. A este respecto la creciente participación de inversión externa en el sistema bancario mexicano ayudará a su recuperación.
- La dificultad de reconstruir la credibilidad en el programa económico del Gobierno, en particular de su política monetaria, sujeta y vulnerable a los vaivenes del comportamiento del elemento confianza. Aún cuando la oportunidad y cantidad de información disponible ha mejorado, mayores progresos en este sentido reforzarán la credibilidad y confianza.
- Las limitaciones estructurales y microeconómicas de largo plazo, incluidas la distribución del ingreso, baja tasa de ahorro interno y la concentrada estructura industrial.

Por lo que hace a la calificación en moneda nacional, ésta se ve limitada por las dificultades que implica la necesaria y drástica reducción del proceso inflacionario y la posibilidad de aparición de presiones políticas sobre la política monetaria. Es posible que la tendencia a la baja en la inflación sea más gradual que lo esperado y que permanezca en los niveles más altos del 20% durante 1996. La calidad crediticia en moneda nacional se ve favorecida por una carga financiera de su deuda neta pública manejable y que en el presente año deberá caer a un 42% del PIB.

Cuadro 1.- Escala de Calificaciones Emitidas por Moody´s Investors Service y Standard & Poor´s			
Ratings con grado de Inversión		Ratings sin grado de Inversión	
Moody´s	S&P	Moody´s	S&P
Aaa	AAA	Ba1	BB+
Aa1	AA+	Ba2	BB
Aa2	AA	Ba3	BB-
Aa3	AA-	B1	B+
A1	A+	B2	B
A2	A	B3	B-
A3	A-	Caa1	CCC+
Baa1	BBB+	Caa2	CCC
Baa2	BBB	Caa3	CCC-
Baa3	BBB-	Ca	CC
		C	C
			D

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON DATOS DE MOODY'S INVESTORS SERVICE Y DE STANDARD & POOR'S.

ANEXO 2: Gráficas y Cuadros.

CUADRO 1: EMISIÓN DE DEUDA MEXICANA EN MERCADOS INTERNACIONALES 1993			
Emisor	**Monto en Millones USD.**	**Vencimiento**	**Intermediario**
Pemex	125	Feb-98	Swiss Bank
ICA	225	Feb-98	Lehman Brothers
Hylsa	175	Feb-98	J.P. Morgan
Nafinsa	100	Feb-98	Bankers Trust
Gruma	125	Mar-98	Lehman Brothers
Mexican States	200	Mar-98	Deutsche Bank
Pemex	150 millones de francos suisos	Apr-98	CSFB
Nafinsa	10 billones de pesetas	Apr-98	HispanAmer
Banamex	175	Apr-00	Bankers Trust
Cydsa	50	Apr-98	Citibank
Bancomext	150	Apr-00	Swiss Bank
Televisa	100	Apr-96	Chase Manhatan B.
Televisa	100	Apr-96	Chase Manhatan B.
CMM	130	Apr-98	Citibank
Apasco	80 millones de marcos alemanes	Apr-98	Dresdner
Bancomext	200 millones de marcos alemanes	May-98	Bayer/Salomon B.
Del Monte Prod.	300	may-03	M. Stanley/Paine W.
Mexican States	58.9	Aug-00	ING
TMM	200	may-03	Bear S./Goldman S.
Pemex	700 millones de marcos alemanes	May-98	Credit Anstalt
Pemex	150	Jun-96	Deutsch
Pemex	366	Nov-00	Citibank
Bancomext	10 billones de pesetas	Jun-98	Santander
Cemex	1000	Jun-98	JPM/Citibank
Nafinsa	100	Apr-98	Montagu
Banca Cremi	150	Jun-95	Santander
Bancomer	750	Jul-98	CSFB
Grupo IMSA	90	Jul-98	Citibank
IRSA	150	Jul-98	Goldman Sachs
Condumex	100	Jul-96	Lazard Freres
Mexican States	10 billones de yenes japoneses	Jul-96	Nikko
Bancomext	200	ago-03	Bear Stearns
Banco Internacional	100	Aug-98	Bankers Trust
Pemex	400 millones de marcos alemanes	May-98	Credit Anstalt
Bancomext	200	Jul-00	Merrill L./J.P.M.
Banpais	100	Aug-95	Vestcor/ING
Cemex	120	Aug-00	Citibank
Bancomext	75 millones de libras esterlinas	Aug-00	Montagu
Situr	100	Sep-98	Lazard Freres
Pemex	750 millones de francos franceses	Sep-98	Paribas
Banobras	100	Oct-98	CSFB
Pemex	75 millones de libras esterlinas	oct-03	Barclays
Nafinsa	10 billones de yenes japoneses	Oct-96	Daiwa
TMM	150	Oct-00	Bear Stearns
Liverpool	100	Oct-96	Lazard Freres
Dina	75	Oct-98	J.P.M./ Invermexico
Banco Mexicano	100	Oct-98	Chemical B./Bear S.
Atlantico	100	Nov-98	J.P. Morgan
Tolmex	250	nov-03	Goldman Sachs
Sanluis	75	Nov-98	Montagu

Bancomext	15 billones de yenes japoneses	Dec-98	Nikko
Tribasa	110	dic-11	Salomon Btrothers
Pemex	100	Mar-99	Deutsch B./Citibank
Nafinsa	100	Dec-98	Kider P.
Nafinsa	129.88	Mar-99	Kider P.
Pemex	250	dic-03	Goldman Sachs
Empaques Ponderosa	50	Dec-96	Credit Lyonnais
Simec	65	Dec-98	Lazard Freres
Telcel	50	Dec-96	Chase Manhatan B.
Tribasa	100	Dec-00	Lehman Brothers
Sidek	60	Dec-98	Kidder P.

EMISIÓN DE DEUDA MEXICANA EN MERCADOS INTERNACIONALES 1994

Emisor	Monto en Millones USD.	Vencimiento	Intermediario
Nafinsa	150	Feb-96	Kidder P.
Industrias Unidas	50	Jan-99	Prudential
Banpais	100	Jan-97	ING
Bancomext	1,000	ene-03	Merrill/Goldman
Pemex/Shell	400	ene-09	n.a.
GMD	200	feb-01	Bear Stearns
Pemex	300	Mar-99	J.P. Morgan
Nafinsa	250	Mar-99	Lehman/Wardley
Tribasa	150	Mar-99	Salomon Brothers
Ipsat Mexicana	175	feb-01	CSFB
ICA	475	mar-04	Baring
Banamex	100	Mar-96	Kidder P.
Pemex	200	Apr-97	Chase M./Swiss B.
Pemex	200	Apr-97	Chase M./Swiss B.
Bancomext	250	May-97	J.P. Morgan
Nafinsa	500	Dec-99	Merrill Lynch
Invermexico	145	jun-01	Bear Stearns
Gidusa	150	jul-01	Morgan Stanley
Sidek A	160	Aug-99	Kidder P.
Sidek B	40	Aug-99	Kidder P.
Cemex	300	sep-01	Bankers Trust
Cemex	350	Oct-97	Goldman Sachs
Grupo Imsa	50	Oct-99	Citibank
Nafinsa	300 millones de marcos alemanes	Oct-96	Swiss Bank
Gidusa (Durango)	100	Nov-96	Chase Manhatan B.
Tamsa	65	Dec-99	Bankers Trust
Embotelladora Pepsi	75	Dec-99	Citibank

EMISIÓN DE DEUDA MEXICANA EN MERCADOS INTERNACIONALES 1995

Emisor	Monto en Millones USD.	Vencimiento	Intermediario
Pemex	137	ago-01	UBS
Banamex	206.5	Feb-99	Merrill/J.P.Morgan
Bancomext	300	Jun-97	Santander
Mexican States	1,000	Jul-97	Citibank
Bancomext	500	Jul-00	J.P. Morgan
Nafin	250 millones de marcos alemanes	Jul-98	Swiss Bank
Bancomer	212.5	ago-02	Citicorp
Mexican States	110 billones de yenes japoneses	Aug-98	Daiwa Europe

Banamex	20 billones de yenes japoneses	Sep-97	Yaimichi/Fuji
Alfa	130	Sep-00	J.P. morgan/Merrill
Mexican States	200 millones de marcos alemanes	Oct-00	Dresdner/CSFB
Pemex	130	oct-10	n.a.
Pemex	150 millones de francos suisos	Nov-97	SBC Warburg
México	1,500	Nov-96	Chemical Bank
México	43 billones de yenes japoneses	Mar-97	Nikko Europe
Nafinsa	50	Jun-98	HSBC
ELABORACIÓN PROPIA CON DATOS DE BLOOMBERG FINANCIAL NEWS.			

CUADRO 2: EMISIONES REALIZADAS POR INTERMEDIARIOS INTERNACIONALES 1993-1995 (MILLONES DE DÓLARES).				
INTERMEDIARIO	**MILLONES USD**	**OTRAS DIVISAS**	**EMISORAS**	**EMISIONES**
J.P. Morgan	2,123	DM 750 (517 MD)	Atlantico, Alfa, Banamex, Bancomext, Cemex, Dina, Hylsa,	11
Citibank	1,881		Cemex, CMM, Cydsa, Emvasa, Gimsa, México	9
Goldman Sachs	1,700		Bancomext, Cemex, Irsa, TMM, Tolmex	6
Chemical Bank	1,550		México, Banco Mexicano	2
CS First Boston	1,325	Dm 500 (344 MD), 150m Francos Suisos	Banobras, Bancomer, Ipsat, Pemex, México, Tepic	6
Bear Stearns	945		Bancomext, Banco Mexicano, GMD, invermexico, TMM	6
Kidder P.	815		Banamex, Nafin, México, Sidek	9
Bankers trust	740		Cemex, Banamex, Internacional, Tamsa, Nafin	5
Merryll Lynch	615		Alfa, Banamex, Bancomext, Nafin, México	6
Lehman Brothers	600		Ica, Gruma, Tribasa, Nafin	4
Chase Manhatan B.	550		Gidusa, Pemex, Telcel, Tlevisa	6
Salomon Brothers	510	DM 100 (69 MD)	Bancomext, Tribasa, Petalco	4
Swiss Bank	500	DM 300 (206 MD)	Axa, Bancomext, Nafin, Pemex	6
Baring	475		ica	1
Santander	450	50m Francos Suisos	Bancomext, Cremi	3
Lazard Freres	365		Codumex, Liverpol, Simec, Situr	4
Deutsche Bank	350	DM 750 (517MD)	México, Pemex	4
Morgan Stanley	300		Del Monte, Gidusa	2
Citicorp	212.5		Bancomer	1
Vestcorp	175		Banpaís, Industrias Unidas	2
Montagu	175	75m Libras Esterlinas	Bancomext, SanLuis, Nafin	3
ING	158.9		Banpaís, México	2
Paine W.	150		Del Monte	1
UBS	137		Pemex	1
ING-Baring	125		ELM	1
Prudential	50		Industrias Unidas	1
HSBC	50		Nafin	1
Credit Lyonnais	50		Emapq	1
Invermexico	37		Dina	1
Yaimichi		y 11.4b (114 MD)	Banamex, Nafin	2
Paribas		750m Francos Franceses	Pemex	1
Fuji		y 10b (100 MD)	Banamex	1
Dresdner		DM 1.08b (745 MD)	Apasco, México	2
Daiwa		y 120b (1,200 MD)	Nafin, México	2
SBC Warburg		150m Francos Suisos	Pemex	1
Nikko		y 68b (680 MD)	Bancomext, México	3
Bayer		DM 100 (69 MD)	Bancomext	1

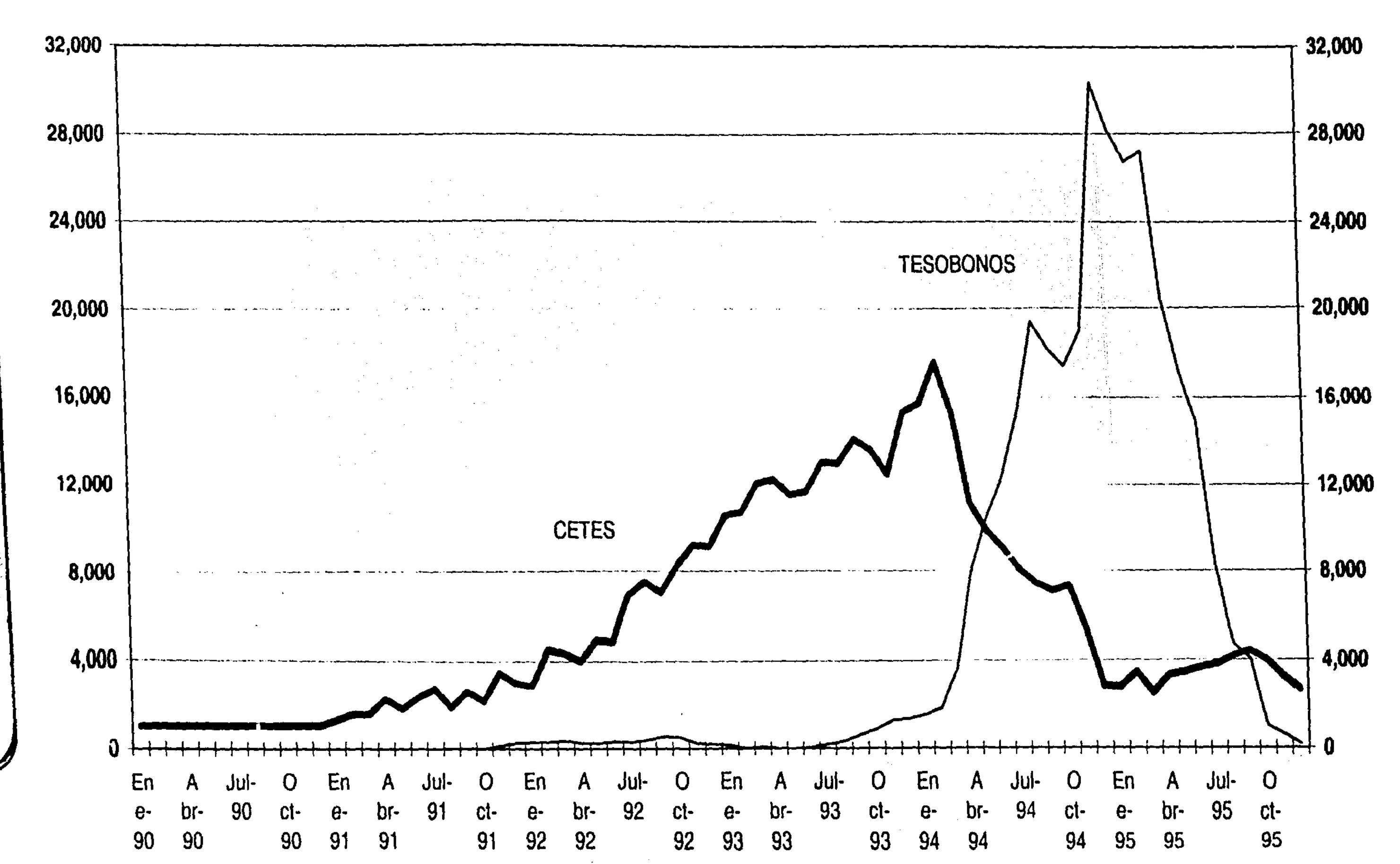
ELABORACIÓN PROPIA CON DATOS DE BLOOMBERG FINANCIAL NEWS.
NOTA: MD MILLONES DE DÓLARES, EN EL CASO DE YENES ES EN BILLONES (b), m = millones.

CUADRO 4: INVERSIÓN EXTRANJERA EN MERCADO DE DINERO 1991-1995 EN MILLONES DE DÓLARES

FECHA	CETES	BONDES	TESOBONOS	AJUSTABONOS	TOTAL USD
TOTAL 1991	2,963.8	728.6	273.1	1,515.8	5,481.4
%	54.1	13.3	4.9	27.7	100%
TOTAL 1992	9,138.6	1,235.0	212.8	3,636.2	14,222.5
%	64.3	8.7	1.5	25.5	100%
TOTAL 1993	15,332.4	843.6	1,378.3	4,391.6	21,945.9
%	69.9	3.8	6.3	20.0	100%
FEB. 94	17,552.2	792.2	1,838.3	4,912.3	25,095.0
%	70	3.1	7.3	19.6	100%
TOTAL 1994	2,827.4	30.8	30,354.7	774.5	33,987.4
%	8.3	0.1	89.3	2.3	100%
TOTAL 1995	2,738.9	109.2	186.2	304.2	3,338.5
%	82	3.3	5.6	9.1	100%

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON DATOS DEL DEPTO. DE ESTUDIOS ECONÓMICOS DE BANAMEX Y LA BOLSA MEXICANA DE VALORES.

GRÁFICA 3 : PROCESO DE SUSTITUCIÓN DE CETES POR TESOBONOS 1990-1995
EN MILLONES DE DÓLARES.



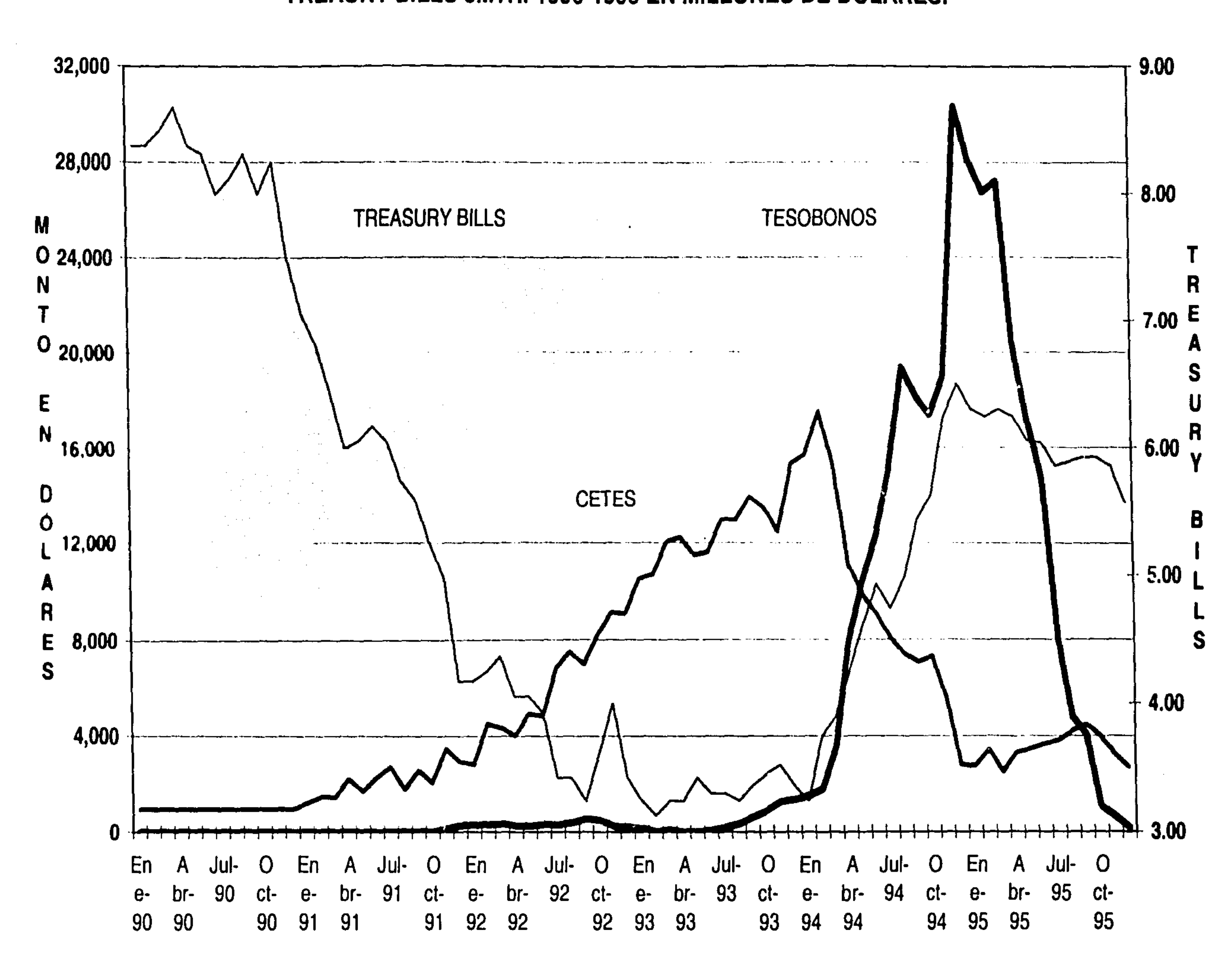
FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON DATOS DE DEPTO. DE ESTUDIOS ECONÓMICOS DE BANAMEX Y LA BOLSA MEXICANA DE VALORES.

CUADRO 5: SUSTITUCIÓN DE CETES POR TESOBONOS Y SU RELACIÓN CON EL CAMBIO EN LAS TASAS DE INTERÉS EN EE.UU EN 1994 (MILLONES DE DÓLARES).					
FECHA DE CAMBIO	FED FUNDS %	TREASURY BILLS %	TESOBONOS	CETES	RESERVAS INTERNACIONALES
ENERO	3	3.25	1,550	15,712	26,275
4 DE FEBRERO	3.25	3.75	1,838	17,552	29,155
22 DE MARZO	3.5	3.9	3,550	15,284	24,425
18 DE ABRIL	3.75	4.25	8,038	11,145	17,297
17 DE MAYO	4.25	4.62	10,464	9,898	17,142
JUNIO	4.25	4.93	12,279	9,100	15,998
JULIO	4.25	4.75	15,218	8,058	16,161
16 DEAGOSTO	4.75	4.98	19,342	7,391	16,421
SEPTIEMBRE	4.75	5.43	18,180	7,070	16,140
OCTUBRE	4.75	5.63	17,401	7,302	17,242
16 DE NOVIEMBRE	5.5	6.25	18,960	5,534	12,484
DICIEMBRE	5.5	6.5	30,355	2,827	6,148

NOTA: El 23 de marzo es el asesinato de Colosio y el 28 de septiembre el de Ruíz Massieu.

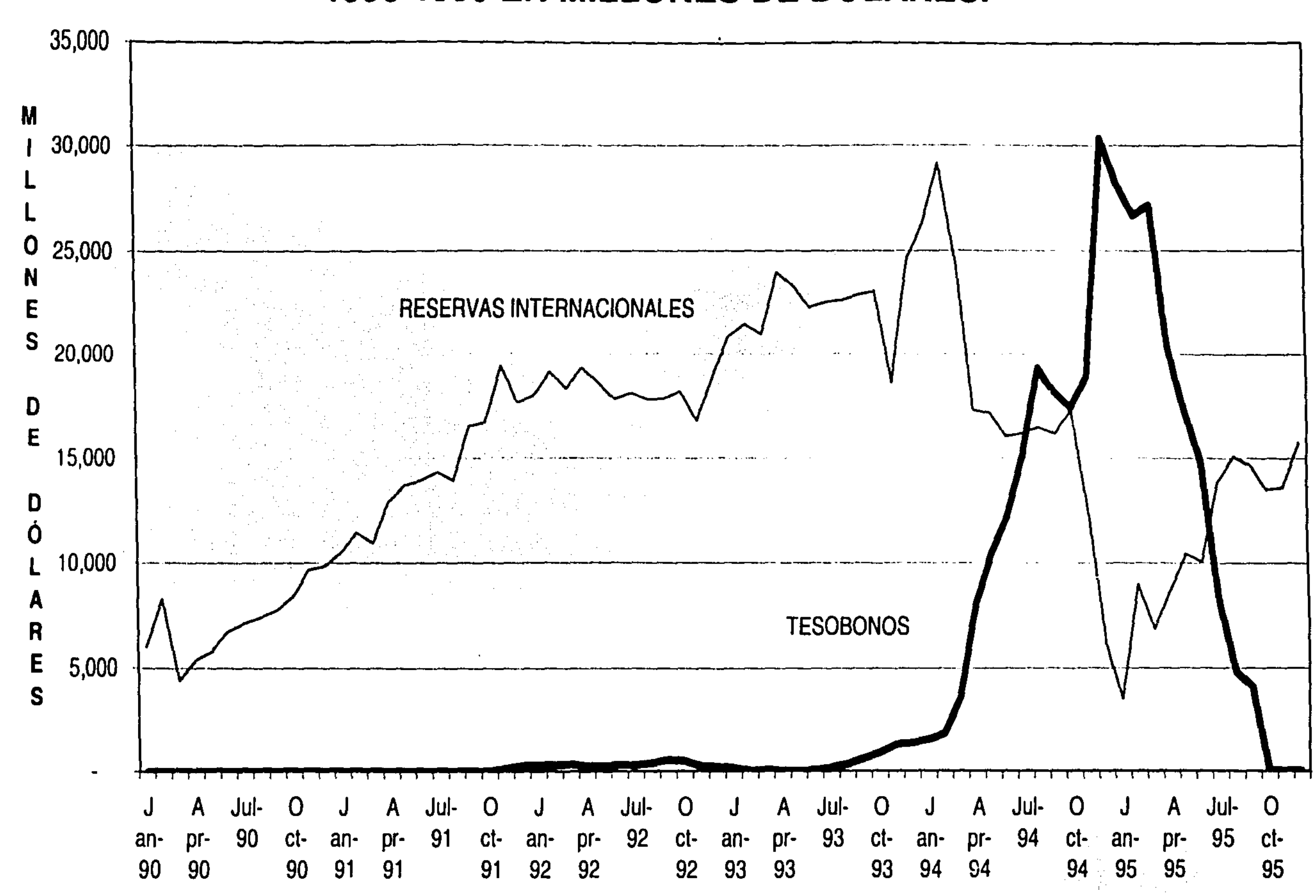
Elaboración propia con datos de la Reserva Federal de EE:UU y la Bolsa Mexicana de Valores.

GRÁFICA 4 : SENSIBILIDAD DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA EN CETES Y TESOBONOS VS. TREAURY BILLS 3MTH. 1990-1995 EN MILLONES DE DÓLARES.



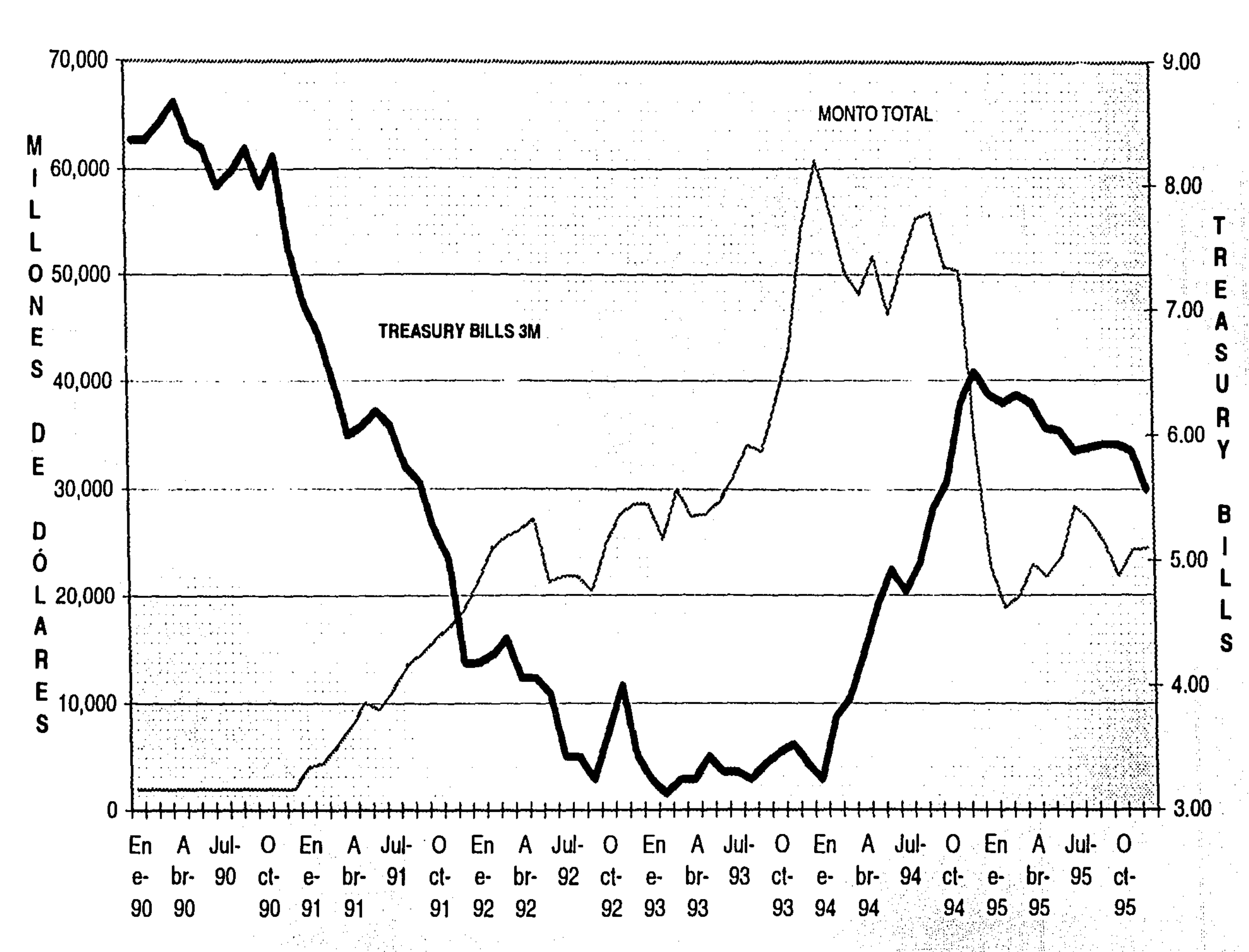
FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON DATOS DEL DEPTO. DE ESTUDIOS ECONÓMICOS DE BANAMEX Y LA BOLSA MEXICANA DE VALORES.

GRÁFICA 5: RESERVAS INTERNACIONALES Y TESOBONOS 1990-1995 EN MILLONES DE DÓLARES.



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON DATOS DEL DEPTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS DE BABAMEX Y LA BOLSA MEXICANA DEVALORES.

GRÁFICA 6 : INVERSIÓN EXTRANJERA TOTAL EN MERCADO DE CAPITALES 1990-1995 EN MILLONES DE DÓLARES.



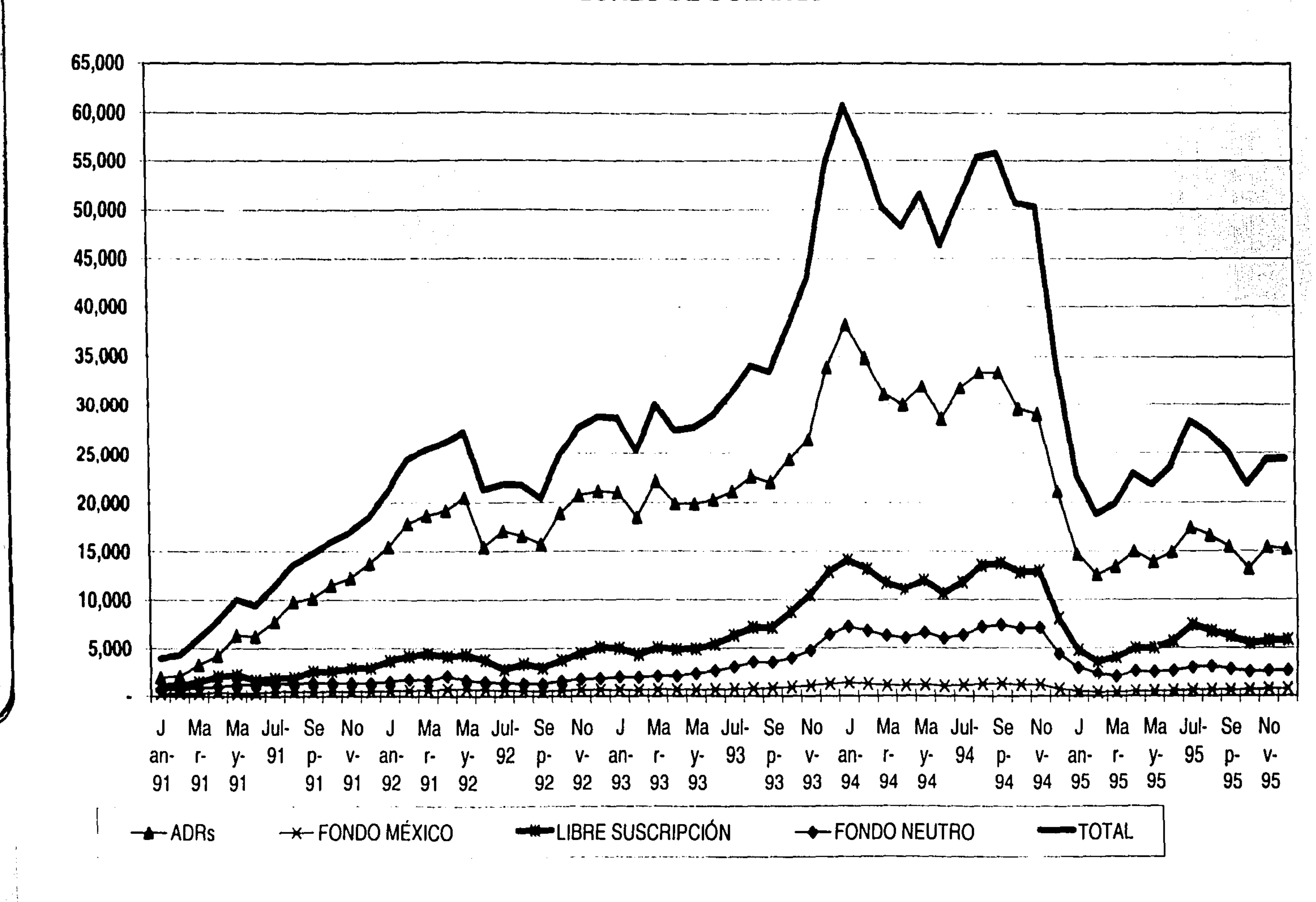
FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON DATOS DEL DEPTO. DE ESTUDIOS ECONÓMICOS DE BANAMEX Y LA BOLSA MEXICANA DE VALORES.

CUADRO 6 : PARTICIPACIÓN PORCENTUAL DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA EN MERCADO DE CAPITALES 1990-1995 (MILLONES DE DÓLARES).

FECHA	ADRs	FONDO MÉXICO	LIBRE SUSCRIPCIÓN	FONDO NEUTRO	TOTAL
TOTAL 1990	1,850,000	230,000	880,000	490,000	3,450,000
%	53.7	6.6	25.5	14.2	100%
TOTAL 1991	13,733,463	488,349	2,960,966	1,348,759	18,531,536
%	74.1	2.6	15.9	7.4	100%
TOTAL 1992	21,153,947	619,000	5,096,980	1,798,078	28,668,005
%	73.7	2.1	17.8	6.4	100%
TOTAL 1993	33,959,548	1,238,058	12,906,074	6,380,614	54,484,295
%	62.3	2.3	23.7	11.7	100%
ENERO 1994	38,147,142	1,347,015	14,100,618	7,210,105	60,804,879
%	62.7	2.2	23.2	11.9	100%
TOTAL 1994	21,162,855	696,751	8,079,014	4,348,433	34,287,053
%	61.7	2.1	23.5	12.7	100%
TOTAL 1995	15,223,503	750,266	5,884,284	2,620,282	24,478,334
%	62.1	3.1	24.1	10.7	100%

FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON DATOS DEL DEPTO. DE ESTUDIOS ECONÓMICOS DE BANAMEX Y LA BOLSA MEXICANA DE VALORES.

GRÁFICA 7 : INVERSIÓN EXTRANJERA EN MERCADO DE CAPITALES 1991-1995 EN MILLONES DE DÓLARES.



FUENTE: ELABORACIÓN PROPIA CON DATOS DE L DEPTO. DE ESTUDIOS ECONÓMICOS DE BANAMEX Y LA BOLSA MEXICANA DE VALORES.

EMISORA	SERIE	VOLUMEN DE ACCIONES EN MILLONES.	PRECIO DE COLOCACIÓN EN PESOS.	MILLONES DE NUEVOS PESOS	MILES DE DÓLARES
MODERNA	ACP-3	24.38	25.250	615,595	198,259
MODERNA	ACP-3	9.75	25.250	246,238	79,304
TRIBASA	*CP	9.63	60.500	582,313	187,510
TRIBASA	*CP	5.78	60.500	349,388	112,506
GBMATLA	L	10.20	18.000	183,600	55,092
GGEMEX	CPO	7.70	52.060	400,847	119,307
IUSACEL	DCP	17.15	9.160	157,060	46,558
IUSACEL	LCP	40.01	9.160	366,473	108,636
BANPAIS	LCP	64.89	5.650	366,823	108,319
SIDEK	L	11.15	13.600	151,640	44,576
DESC	*C	9.20	20.430	187,956	55,239
GIDUSA	*A	10.91	30.610	333,918	98,139
GIDUSA	*A SA	0.85	30.610	26,114	7,675
GEO	*B	8.80	14.900	131,105	38,539
GEO	*B SA	1.32	14.900	19,666	5,781
HYLSAMX	BCP	29.98	12.280	368,014	107,431
SIMEC	B	46.96	3.630	170,218	49,311
TOTAL 1994				**4,656,967**	**1,422,183**
AHMSA **	*	11.19	36.800	411,950	66,821
TOTAL 1995				**411,950**	**66,821**
GRAN TOTAL 1991-1995				**33,782,156**	**10,848,007**
FUENTE: INDICADORES BURSATILES, BOLSA MEXICANA DE VALORES.					

GLOSARIO.

Acción.- Título valor que representa el derecho patrimonial de un inversionista en una sociedad anónima a través del capital social. Cada acción común concede idénticos derechos a todos sus tenedores

ADR.- Este instrumento consiste en la adquisición, por parte de inversionista extranjeros, de recibos negociables emitidos y administrados por un banco de inversión o comercial extranjero y que amparan una cantidad específica de acciones de una emisora mexicana. Los Recibos de Depósito Americanos son emitidos por un banco autorizado, que amparan el depósito de acciones de empresas mexicanas, facultadas por CNBV para cotizar en mercados foráneos.

Arbitraje Internacional.- Por Arbitraje se conoce el proceso de igualación de precios que toma lugar en forma natural cuando un mismo producto se cotiza en dos mercados distintos. La esencia del arbitraje es obtener un diferencial cuando los precios (del producto o valor en cuestión) son diferentes. Los tres elementos fundamentales del Arbitraje son : A) Que un mismo producto se cotice en dos mercados públicos distintos en volúmenes compatibles entre sí; B) que se presente una diferencia sustancial en los precios del mismo producto en ambos mercados al mismo tiempo. La diferencia " sustancial " está en función de los costos inherentes del Arbitraje, dentro los volúmenes susceptibles a operarse; C) Que exista libre transferencia del producto de que se trate, de un mercado a otro, en tiempo suficiente para cumplir los compromisos respectivos en ambos mercados.

Agencia Calificadora de Valores.- Son empresas que tienen como objetivo realizar análisis sobre las condiciones financieras y económicas de las empresas y países que buscan o emiten deuda en los mercados nacionales e internacionales de capital. Del análisis que realizan se genera una calificación, la cual es un indicativo de la calidad del instrumento emitido. La función de las calificaciones en los mercados financieros es proporcionar al inversionista una medida del riesgo de incumplimiento en el pago de intereses, dividendos o principal, de una inversión específica de renta fija.

Deuda Soberana.- Son las obligaciones financieras totales de una nación o país con respecto a Inversionistas Extranjeros.

Fed Funds.- Es la tasa de interés que cargan los bancos con exceso de reservas en el Banco Distrital de la Reserva Federal, a los Bancos que requieren préstamos para cumplir con estos requerimientos.

Fondo Neutro.- Es un mecanismo que permite a los inversionistas extranjeros, adquirir acciones de empresas mexicanas restringidas por Ley a los residentes del exterior. A través de los fideicomisos neutros de inversión extranjera, se puede tener el usufructo de los derechos pecuniarios que otorgan las acciones serie "A", las cuales otorgan un derecho de propiedad exclusivamente para mexicanos.

Fondo México.- Desde un punto de vista teórico es un Fondo de Inversión Internacional también conocido como Fondo País, que está integrado por títulos y valores de empresas públicas y privadas de las más representativas del ámbito bursátil de un país y que cotizan en los principales mercados accionarios del mundo.

Fund Managers.- Es la persona, equipo o empresa que toma las decisiones de inversión de los más grandes Fondos de Inversión en todo el mundo. Este grupo de personas cuenta con toda clase de información –económica, política y social- para llevar a cabo sus estrategias de inversión en cualquier región y sector del mundo. Su presencia en los mercados financieros puede provocar fluctuaciones importantes en los precios e índices de los mercados en cuestión.

Grado de Inversión.- Por grado de inversión se entiende todas aquellas calificaciones que reúnen características de excelencia para los inversionistas, las calificaciones que integran este grupo de excelencia tienen la cualidad de superar con creces cualquier eventualidad que, en otros casos, pudiera afectar el puntual pago de intereses, dividendos o principal, de una inversión específica de renta fija. Para los inversionistas

internacionales este es un requisito indispensable para invertir en cualquier instrumento de inversión sin importar la nacionalidad del mismo.

Inversión de Portafolio.- Se conoce como Inversión de Portafolio, a la inversión que se canaliza al ámbito financiero, mercado de dinero y mercado de capitales, y no al ámbito productivo. Esta consiste en un grupo de instrumentos que pueden ser de renta fija y de renta variable.

Puntos Base.- Un punto base equivale a una centésima, por lo tanto 100 puntos base equivale a un entero, es decir, el 1%.

Riesgo País.- El Riesgo País mide las posibilidades de una nación de cumplir puntualmente con el pago de su deuda externa, así como la confianza de los inversionistas. El rango de valoración parte de cero y mientras menor sea el riesgo país, más segura y sólida se considera su economía para hacer frente a impactos internos y externos.

UMS.- En los mercados financieros internacionales, se conoce a algunas emisiones de bonos de los Estados Unidos Mexicanos como UMS, es decir, United Mexican States.

BIBLIOGRAFÍA.

1.- Alfredo Díaz Mata, " Invierta en la Bolsa: Guía para Inversiones Seguras y Productivas ", Ed. Grupo Editorial Iberoamérica, México 1988, primera edición.

2.- Alicia Giron, Edgar Ortiz y Eugenia Correa, " Integración Financiera y TLC: Retos y Perspectivas ", Ed. Siglo XXI, México 1995.

3.- Banco Nacional de Comercio Exterior, "La banca mexicana en transición. Retos y perspectivas", suplemento del vol. 41, No. 2, México, Febrero de 1991.

4.- Banco Nacional de México, "Análisis de Crédito y Riesgo Crediticio", Mimeo, México 1996.

5.- Banco Nacional de México S.N.C., " Manual de Operaciones Bursátiles ", México 1990.

6.- Bolsa Mexicana de Valores, " Bonos de la Tesorería de la Federación ", Ed. Bolsa Mexicana de Valores, México, Julio de 1989.

7.- Bolsa Mexicana de Valores, " El Proceso de Globalización Financiera en México ", Ed. Bolsa Mexicana de Valores, México 1992.

8.- Bolsa Mexicana de Valores, "El Salón de Remates y sus Operaciones", Ed. Bolsa Mexicana de Valores, México, Abril de 1989.

9.- Bolsa Mexicana de Valores, " Inversión y Finanzas ", Volumen 2 No. 1, Ed. Bolsa Mexicana de Valores , México, Enero-Junio de 1994.

10.- Bolsa Mexicana de Valores, " Mercado de Dinero ", Ed. Bolsa Mexicana de Valores, México, Marzo de 1989.

11.- Bolsa Mexicana de Valores, " Pagarés de la Tesorería de la Federación ", Ed. Bolsa Mexicana de Valores, México, Abril de 1989.

12.- Capital, Mercados Financieros, No 77, México 1994.

13.- Centro de Investigación y Docencia Económica, "Nuevas Formas de Internacionalización del Capital", Economía de América Latina No. 17, Ed. CIDE, México 1988.

14.- Comisión Económica para América Latina, " Las Nuevas Corrientes Financieras Hacia La América Latina, Fuentes, Efectos y Políticas ", El Trimestre Económico No. 81, Ed. Fondo de Cultura Económica, México 1995.

15.-Ejecutivo de Finanzas, Año XXIV, No 5, Ed. IMEF, México 1995.

16.- Emilio Ontiveros, Angel Berges y Daniel Monzano, "Mercados Financieros Internacionales", Ed. Espasa Calpe, España 1991.

17.- Enrique Quintana, Celso Garrido, Cristian Leriche y Guillermo Ejea, " Mercado de Valores: Crisis y nuevos Circuitos Financieros en México 1970-1990 ", Ed. UAM, México 1991.

18.- Eugenia Correa, " Los Mercados Financieros y La Crisis en América Latina ", Ed. Instituto de Investigaciones Económicas UNAM, México 1992.

19.- Francisco Carrera C., " Cómo, Cuándo y Por Qué Invertir en la Bolsa ", Ed. Diana, México 1990.

20.- Guillermo Ortiz Martínez, " La Reforma Financiera y la Desincorporación Bancaria: Una Visión de la Modernización de México ", Ed. Fondo de Cultura Económica, México 1994.

21.- International Monetary Fund, "Private Market Financing for Developing Countries", New York 1996.

22.- Instituto del Mercado de Valores " Ley del Mercado de Valores ", Ed. IMERVAL, México 1993.

23,- Instituto del Mercado de Valores, " Prácticas Bursátiles ". Ed. IMERVAL, México 1993.

24.- José Córdoba Montoya, " Los Retos del Mercado de Valores en los Años Noventa ", Mimeo, México, Enero de 1991.

25.- José Córdoba Montoya, " Diez Lecciones de la Reforma Financiera en México ", Revista Nexos Número 158, México Febrero de 1991.

26.- Latin Finance, " Heridas Pasajeras: Emisores torean nuevas oportunidades ", México, Noviembre de 1994.

27.- Martín Marmolejo " Inversiones: Práctica, Metedología, Estrategía y Filosofía ", Ed. IMEF, México 1989, Sexta Edición.

28.- MOODY´s Investors Service, "Corporate Bond Default and Default Rates", New York, July 1995.

29.- MOODY´s Investors Service, "Sovereign Debt Ratings", New York, October 1995.

30,. MOODY´s Investors Service, "Sovereign Risk: Bank Deposits vs. Bonds.", New York, September 1995.

31.- Nacional Financiera, " Fondo Neutro ", Prospecto de Colocación, México 1990.

32.- Pedro Aspe Armella, " El Camino Mexicano de la Transformación Económica ", Ed. Fondo de Cultura Económica, México 1993.

33.- Poder Ejecutivo Federal, " Plan Nacional de Desarrollo 1989-1994 ", México 1989.

34.- Tymothy Heyman, " Inversión contra Inflación ", Ed. Milenio, tercera edición, México 1988.

35.- Sistema Informativo Bloonberg.

36.- Sistema Informativo Infosel.

37.- Sistema Informativo Reuters.

38.- Standard & Poor´s, "Calificaciones y Comentarios", México, Julio de 1996.

39.- Standard & Poor´s, "Corporate Finance Criteria", New York 1996.

40.- Standard & Poor´s, "Sovereign Rating Methodology", New York 1994.

41.- United States General Accounting Office, "Mexico´s Financial Crisis: Origins, Awareness, Assistance, and Initial Efforts to recover", Washington D.C., February 1996.